

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA  
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE  
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



IMPACTO DA GESTÃO FINANCEIRA  
DE CURTO PRAZO NA  
PERFORMANCE OPERACIONAL

---

Mário Júnior Pina Coelho Mendonça

Lisboa, janeiro de 2018



INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA  
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E  
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



IMPACTO DA GESTÃO FINANCEIRA  
DE CURTO PRAZO NA  
PERFORMANCE OPERACIONAL

---

Mário Júnior Pina Coelho Mendonça

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Controlo de Gestão e dos Negócios, realizada sob a orientação científica do Professor Especialista Arménio Breia.

Constituição do Júri:

Presidente _____	Prof. <sup>a</sup> Doutora Maria do Rosário Justino
Vogal _____	Prof. Especialista Domingos Cristóvão
Vogal _____	Prof. Especialista Arménio Breia

Lisboa, janeiro de 2018

Declaro ser o autor desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, pelo dom da vida e por estar comigo em todos os momentos. Aos meus pais agradeço e dedico este trabalho, pela educação moral que me deram, pela crença que sempre demonstraram em mim, e por os amar incondicionalmente. Às minhas irmãs, Titi, Bety e Dininha, por me fazerem sentir um irmão especial. À minha namorada, por todo o apoio dado, por estar sempre presente e por ser a minha companheira de trabalho durante todo o período de realização desta dissertação. Ao meu orientador, Professor Arménio Breia, pela paciência demonstrada, pelos puxões de orelha, pela disponibilidade apresentada, e pela transmissão valiosa de conhecimentos durante o período que estive sob sua orientação. E por último, mas não menos importante, agradeço à minha tia por permitir que eu realizasse este sonho de criança, de completar a minha formação académica em Portugal.

## RESUMO

A recente crise económica e financeira que assolou o país, motivando o pedido de assistência financeira à Troika em 2011, trouxe um foco renovado sobre a importância da gestão eficiente do fundo de maneo e da adequação da estrutura financeira. Essa maior relevância vem no seguimento da diminuição das alternativas externas de financiamento e do decréscimo das vendas nos períodos da crise, e ainda do reduzido nível médio de autonomia financeira das empresas portuguesas.

Nesse contexto, a presente dissertação aborda o tema da eficiente gestão financeira de curto prazo e da necessidade de adequação da estrutura financeira, destacando a importância do ajustamento das políticas de financiamento às necessidades do ciclo operacional e de investimento, na manutenção da liquidez e no desempenho global das empresas.

Através da análise de indicadores económico-financeiros de quatro setores de atividade (setor do calçado, setor do vestuário, alojamento e restauração e similares), verificou-se uma degradação geral das condições de exploração durante o período de recessão económica (com maior intensidade nos setores do alojamento e da restauração), tendo a análise sugerido que as empresas passaram a adotar políticas mais agressivas na gestão do fundo de maneo, passando essa maior agressividade em parte pelo maior recurso às contas a pagar de curto prazo como forma de financiamento do ciclo de exploração.

A degradação das condições de exploração e o aumento do custo médio de capital influenciaram negativamente os índices de rendibilidade das empresas, que foi em média negativo nos setores do alojamento e da restauração e similares durante grande parte do horizonte temporal analisado, contribuindo para o agravamento dos rácios médios de autonomia financeira. Nas indústrias do vestuário e do calçado os efeitos negativos da crise foram menos intensos, apresentando estas indústrias um maior desempenho quer a nível económico quer a nível financeiro.

Nos últimos anos do período analisado, com o aliviar dos efeitos negativos da crise, verificou-se uma diminuição dos prazos de atividade, coincidindo com os anos em que a rendibilidade operacional mais aumentou, sugerindo que uma maior eficiência na gestão do fundo de maneo terá um impacto positivo sobre a rendibilidade operacional das empresas.

**Palavras-chave:** Fundo de manejo, Endividamento, Rendibilidade, Adequação, Indicadores económico-financeiros.

## ABSTRACT

The recent economic downturn that made Portugal request financial assistance has brought a renewed focus on the value of an efficient working capital management and the need to regulate over-indebtedness. This happens because in such periods cash becomes a scarce resource due to the tight market conditions and decreased demand, as well as the fact of Portuguese firms have a large dependence on borrowed funds, showing frequently an excessive level of finance debt in their capital structure.

In this context, this study attempts to articulate the efficiency of working capital management with the need to adjust debt levels, highlighting the importance of an adjusted financing policy to the needs of operational and investment cycle in order to raise levels of liquidity and corporate profitability.

Through economic and financial analysis in four sectors of economic activity (footwear industry, clothing industry, hospitality industry and restaurants and similar industry), the results indicates a general degradation of operating conditions during the economic recession period, especially in hospitality and restaurant industry, suggesting that this conditions encourages firms to pursue more aggressive working capital strategies, and to increase the use of trade credit as source of finance.

The degradation on operating conditions and the increase cost of capital had a significantly impact on firms profitability, especially in hospitality and restaurants industry (that shows a negative return on equity ratio during the analysis period), contributing to the aggravation of financial autonomy ratio. In clothing and footwear industries, the negative effects of economic recession were less intense, showing these industries a higher economic and financial performance.

In the last years of the analysis period, with the decreasing effects of economic recession, there was a reduce in the number of days accounts receivable and inventories, coinciding with a period of significantly increasing the operating profitability, suggesting that a more efficiency working capital management may lead a firm to a superior operational performance.

**Keywords:** Working capital, Indebtedness, Profitability, Adequacy, Economic and financial indicators.



# ÍNDICE

AGRADECIMENTOS.....	v
RESUMO .....	vi
ABSTRACT .....	viii
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	xi
ÍNDICE DE QUADROS.....	xiii
ÍNDICE DE FIGURAS .....	xiv
1. INTRODUÇÃO .....	1
1.1 Enquadramento teórico e motivação para o estudo .....	1
1.2 Objeto e objetivos de estudo .....	2
1.3 Metodologias .....	3
1.4 Estrutura da dissertação .....	3
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	5
2.1 Gestão financeira de curto prazo .....	5
2.2 Políticas financeiras de curto prazo .....	7
2.3 Planeamento financeiro de curto prazo.....	11
2.4 Equilíbrio financeiro de curto prazo.....	14
<b>2.4.1 Fundo de maneo</b> .....	16
<b>2.4.2 Necessidades de fundo de maneo</b> .....	19
<b>2.4.3 Tesouraria líquida</b> .....	21
2.5 Gestão eficiente do fundo de maneo.....	23
<b>2.5.1 Gestão de créditos a clientes</b> .....	23
<b>2.5.2 Gestão das disponibilidades</b> .....	26
<b>2.5.3 Gestão de existências</b> .....	29
<b>2.5.4 Crédito comercial – contas a pagar</b> .....	32
2.6 Equilíbrio financeiro de médio longo prazo - estrutura financeira .....	36
<b>2.5.5 Estrutura de capital – Teorias</b> .....	37
<b>2.5.6 Decisões das empresas portuguesas sobre a estrutura de capital</b> .....	42

2.5.7	O endividamento das SNF portuguesas .....	44
2.7	Conjuntura económica .....	50
3.	<b>ESTUDO EMPÍRICO</b> .....	53
3.1	Questões de investigação .....	53
3.2	Objetivos .....	54
3.3	Relevância dos setores analisados .....	54
3.4	Metodologia de trabalho .....	57
3.5	Relevância dos indicadores económicos e financeiros recolhidos .....	58
3.6	Condicionamentos à análise económica e financeira .....	60
3.7	Análise dos indicadores económico-financeiros .....	64
3.7.1	Indústria do vestuário .....	64
3.7.2	Indústria do calçado .....	77
3.7.3	Setor do alojamento .....	91
3.7.4	Setor da restauração e similares .....	105
4.	<b>CONCLUSÕES</b> .....	120
4.1	Análise dos resultados e resposta às questões de investigação .....	120
4.2	Conclusão .....	127
4.3	Limitações do estudo .....	130

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Rácios de atividade - Indústria do vestuário .....	64
Gráfico 2: Evolução EBITDA/A vs CCC – Indústria do vestuário.....	65
Gráfico 3: Evolução RCP – Indústria do vestuário .....	66
Gráfico 4: Evolução da tesouraria líquida – Indústria do vestuário .....	67
Gráfico 5: Gestão do FM – Indústria do vestuário .....	68
Gráfico 6: Gestão do FM por classes dimensionais – Indústria do vestuário.....	69
Gráfico 7: Evolução do crédito comercial vs crédito bancário – Indústria do vestuário.....	70
Gráfico 8: Financiamento por crédito comercial por classes dimensionais – Indústria do vestuário .....	72
Gráfico 9: Rácios de estrutura e financiamento – Indústria do vestuário.....	74
Gráfico 10: Evolução da autonomia financeira – Indústria do vestuário .....	75
Gráfico 11: Rácios de atividade – Indústria do calçado .....	77
Gráfico 12: Evolução EBITDA/A vs CCC – Indústria do calçado .....	78
Gráfico 13: Evolução RCP – Indústria do calçado.....	80
Gráfico 14: Evolução da tesouraria líquida – Indústria do calçado.....	81
Gráfico 15: Gestão do FM – Indústria do calçado .....	82
Gráfico 16: Gestão do FM por classes dimensionais – Indústria do calçado .....	83
Gráfico 17: Evolução do crédito comercial vs crédito bancário – Indústria do calçado .....	84
Gráfico 18: Financiamento por crédito comercial por classes dimensionais – Indústria do calçado .....	86
Gráfico 19: Rácios de estrutura e financiamento – Indústria do calçado .....	88
Gráfico 20: Autonomia financeira por classes dimensionais – Indústria do calçado .....	89
Gráfico 21: Rácios de atividade – Setor do alojamento .....	91
Gráfico 22: Evolução EBITDA/A vs CCC – Setor do alojamento .....	92
Gráfico 23: Evolução RCP – Setor do alojamento .....	94
Gráfico 24: Evolução da tesouraria líquida – Setor do alojamento.....	95
Gráfico 25: Gestão do FM – Setor do alojamento.....	97
Gráfico 26: Gestão do FM por classes dimensionais – Setor do alojamento .....	98
Gráfico 27: Evolução crédito comercial vs crédito bancário – Setor do alojamento .....	99
Gráfico 28: Financiamento por crédito comercial – Setor do alojamento.....	101
Gráfico 29: Rácios de estrutura e financiamento – Setor do alojamento .....	102
Gráfico 30: Autonomia financeira por classes dimensionais – Setor do alojamento .....	104

Gráfico 31: Rácios de atividade – Setor da restauração e similares .....	105
Gráfico 32: Evolução EBITDA/A vs CCC – Setor da restauração e similares .....	106
Gráfico 33: Evolução RCP – Setor da restauração e similares.....	108
Gráfico 34: Evolução da tesouraria líquida – Setor da restauração e similares .....	109
Gráfico 35: Gestão do FM – Setor da restauração e similares .....	110
Gráfico 36: Gestão do FM por classes dimensionais – Setor da restauração e similares..	111
Gráfico 37: Evolução crédito comercial vs crédito bancário – Setor da restauração e similares.....	113
Gráfico 38: Financiamento por crédito comercial por classes dimensionais – Setor da restauração e similares.....	114
Gráfico 39: Rácios de estrutura e financiamento – Setor da restauração e similares .....	116
Gráfico 40: Autonomia financeira por classes dimensionais – Setor da restauração e similares.....	118

## ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1: Estrutura financeira das SNF Portuguesas .....	45
Quadro 2: Evolução do PIB e seus componentes .....	51
Quadro 3: Equilíbrio de exploração corrente – Indústria do vestuário.....	73
Quadro 4: Equilíbrio de exploração corrente – Indústria do calçado .....	86
Quadro 5: Equilíbrio de exploração corrente – Setor do alojamento .....	101
Quadro 6: Equilíbrio de exploração corrente – Setor da restauração e similares.....	115

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Equação fundamental da tesouraria .....	21
Figura 2: Evolução do financiamento obtido junto de IC residentes e respetivo crédito vencido .....	47
Figura 3: Dívida total das SNF (milhões de euros) .....	49
Figura 4: Triângulo da fraude.....	62

## LISTA DE ABREVIATURAS

**A** - Ativos

**AF** - Autonomia financeira

**APICCAPS** - Associação dos industriais de calçado, componentes, artigos de pele e seus sucedâneos

**BdP** - Banco de Portugal

**BCE** - Banco Central Europeu

**CCC**-Ciclo de conversão de caixa

**CE** - Comissão Europeia

**EBITDA** - *Earnings before interest taxes depreciation and amortization*

**EEC** - Empresas de elevado crescimento

**FM** - Fundo de maneo

**FMI** - Fundo Monetário Internacional

**INE** - Instituto Nacional de Estatística

**IC** - Instituições de crédito

**JIT** - *Just in time*

**LR** - Liquidez reduzida

**LG** - Liquidez geral

**MIP** - *Macroeconomic Imbalances Procedures*

**NFM** - Necessidades de fundo de maneo

**RCP** - Rendibilidade dos capitais próprios

**ROA** - Rendibilidade operacional dos ativos

**p.p** - pontos percentuais

**PIB** - Produto interno bruto

**PME`s** - Pequenas e médias empresas

**PMI** - Prazo médio de inventários

**PMP** - Prazo médio de pagamentos

**PMR** - Prazo médio de recebimentos

**SNF** - Sociedades não financeiras

**SNC** - Sistema de normalização contabilística

**TL** - Tesouraria líquida

**VN** - Volume de negócios

**VS**—*Versus*



# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1 Enquadramento teórico e motivação para o estudo

A maioria das empresas possuem uma grande quantidade de dinheiro investida em capital circulante, bem como quantidades substanciais de contas a pagar de curto prazo como fonte de financiamento. De acordo com os dados da central de balanços do Banco de Portugal (BdP), em 2015 a percentagem do ativo circulante das empresas portuguesas representava em média cerca de 46% do total de ativos, enquanto que o financiamento por crédito comercial representava 16% do total de passivo das sociedades não financeiras (SNF) portuguesas. Deste modo é expectável que a maneira como os ativos e passivos correntes são geridos exerça um impacto significativo sobre a rendibilidade das empresas.

Por outro lado, analisando a estrutura de capital, verifica-se que a autonomia financeira média das SNF era de cerca de 11,4% (média aparada de 2015), o que expõe a elevada dependência face a capitais alheios para o financiamento da atividade dessas empresas. O nível de endividamento é deveras elevado, constituindo um fator preocupante pelo perigo permanente de insolvência e exigindo um cuidado acompanhamento da capacidade de geração de meios para assegurar o cumprimento do serviço da dívida.

Se questões sobre a estrutura do capital, relacionadas com a autonomia financeira e a capacidade de se satisfazer as obrigações decorrentes dos passivos assumidos no prazo em que se vencem são alvo de uma especial atenção por parte das empresas, as questões relacionadas com a gestão do fundo de maneio (FM) são, na maioria das vezes, tidas como problemáticas de ordem secundária, levando a que muitas empresas atrativas do ponto de vista da rendibilidade operem em alto risco de liquidez, aumentando a sua vulnerabilidade e motivando assim o fracasso de muitas delas.

No contexto de crise económica e financeira vivido nos últimos anos, a temática da gestão eficiente do FM e da capacidade e estrutura de financiamento ganha ainda uma maior relevância. Enqvist, Graham & Nikkinen (2014) referem que a gestão eficiente do FM ganha uma maior importância em períodos de recessão, aumentando o seu impacto na performance empresarial. Nestes períodos sentem-se, de forma mais acentuada, efeitos como a diminuição da procura e escassez das alternativas externas de financiamento, tornando as empresas mais dependentes do crédito comercial. Além disso, os lucros retidos influenciam fortemente o FM, sendo que em períodos de recessão quando as vendas

decrecem a tendência é pela diminuição das receitas líquidas e dos lucros retidos, afetando assim diretamente o FM.

Sendo a crise financeira portuguesa caracterizada pelo excessivo endividamento das empresas, a análise e adequação da capacidade e estrutura financeira mostra-se indispensável, sendo crucial para que se possa satisfazer as obrigações decorrentes dos compromissos assumidos no prazo em que se vencem e assegurar a sustentabilidade empresarial.

Assim, entende-se ser essencial a articulação das políticas de estabilização financeira de médio e longo prazo, com os esforços para a prossecução de uma eficiente gestão do FM e manutenção de liquidez numa ótica de curto prazo, tanto mais que uma empresa só consegue otimizar os recursos disponíveis desde que tenha garantido um quadro de financiamento ajustado à sua estrutura de funcionamento e às suas necessidades de investimento.

Salienta-se também que o facto do tecido empresarial português ser maioritariamente composto por microempresas (89,5%), constituiu mais um elemento motivador para o desenvolvimento deste estudo, dado a relevância da gestão do FM ser ainda maior nas empresas de menor dimensão, principalmente devido aos constrangimentos que estas enfrentam no acesso ao financiamento por crédito bancário (Santos, Ferreira & Faria 2009).

## **1.2 Objeto e objetivos de estudo**

O presente trabalho tem como objeto o estudo da temática da eficiente gestão do FM e do endividamento das empresas. Após a revisão da literatura sobre os temas acima mencionados, o estudo empírico basear-se-á na análise longitudinal de rácios económicos e financeiros para quatro setores de atividade: indústria do vestuário, indústria do calçado, setor do alojamento e setor da restauração e similares.

O objetivo principal do estudo é de dar resposta às questões de investigação levantadas no ponto 3.1 da presente dissertação. Essas questões foram elaboradas no seguimento de alguns estudos mencionados durante a revisão da literatura e referem-se essencialmente ao possível impacto da gestão financeira de curto prazo na performance operacional, ao impacto da crise económica e financeira sobre as políticas de gestão de FM das empresas, às condicionantes do crédito comercial e às condicionantes do endividamento.

### **1.3 Metodologias**

A metodologia utilizada para a parte teórica foi a revisão da literatura com recurso a trabalhos já realizados, livros e principalmente artigos científicos publicados sobre o tema, de modo a obter informações detalhadas sobre as mais-valias da gestão eficiente do FM e da identificação de uma estrutura de capital adequada, que permita assegurar a sustentabilidade e a viabilidade económica e financeira das empresas.

Na revisão da literatura o tema é aprofundado tanto quanto possível, dada a diversificada e extensa informação. É selecionada e apresentada a informação mais relevante, resultante de contribuições de vários investigadores da comunidade científica em torno deste tema. Procura-se aqui realçar as principais tendências e novidades, reunidos e selecionados de vários artigos científicos e livros da especialidade.

Quanto ao estudo empírico, passa pela análise e diagnóstico da evolução tendencial dos indicadores económicos e financeiros dos quatro setores em estudo, a nível de rentabilidade, eficiência na gestão do FM e capacidade e estrutura financeira, com recurso a rácios recolhidos nos quadros setoriais da central de balanços do BdP. Contudo a metodologia utilizada no estudo empírico está descrita de uma forma mais pormenorizada no capítulo 3.

### **1.4 Estrutura da dissertação**

Na execução da metodologia e na prossecução dos objetivos propostos, a presente dissertação desenvolve-se ao longo de 4 capítulos.

No capítulo 1, correspondente à parte introdutória, expõe-se um breve enquadramento teórico do tema procurando destacar a sua relevância, seguido da motivação do estudo para a referente área de investigação. Depois são referidos o objeto e os objetivos de estudo, apresentando-se a metodologia geral para a prossecução dos objetivos.

No segundo capítulo, referente à revisão da literatura, os temas da gestão eficiente do FM e estrutura financeira são abordados de forma mais detalhada, dando um enquadramento mais amplo aos mesmos. O capítulo é extenso, sendo constituído por 7 subcapítulos.

Nos subcapítulos, em primeiro lugar realiza-se um enquadramento teórico mais aprofundado do tema, seguindo-se duma análise da importância do planeamento financeiro de curto prazo e das diferentes políticas de gestão do FM. De seguida, a temática do

equilíbrio financeiro é abordada, prestando especial atenção na relação entre o FM e as necessidades de fundo de maneio (NFM), expressa na evolução da tesouraria líquida (TL). Mais adiante é abordada de forma detalhada a questão da eficiente gestão do FM, expressa na melhor gestão de cada componente como sendo: as contas a receber, as existências, as disponibilidades e as contas a pagar, associando cada uma destas à possibilidade de incremento das rendibilidades operacionais. Posto isto, é abordado o tema da capacidade e estrutura financeira empresarial, realçando a sua importância e o seu impacto na prossecução do objetivo de sustentabilidade e viabilidade financeira. É efetuado um resumo das principais teorias da estrutura de capital, tentando demonstrar por meio de outros estudos já realizados a aplicabilidade das suas previsões nas empresas portuguesas. Por último é realizada uma breve análise da situação de endividamento das SNF portuguesas, seguido de uma contextualização da conjuntura económica do país nos últimos anos.

No terceiro capítulo o estudo empírico é desenvolvido com o objetivo de analisar a evolução tendencial dos setores do calçado, do vestuário, do alojamento e da restauração e similares, em termos de rendibilidade, eficiência na gestão do FM e capacidade e estrutura financeira. São anunciadas as principais questões de investigação, seguidas de uma detalhada caracterização do objeto de estudo e da metodologia de trabalho a seguir.

O quarto capítulo refere-se às principais conclusões do estudo, onde primeiramente são respondidas as questões de investigação levantadas no início do estudo empírico, ressaltando a importância da gestão eficiente do FM e da manutenção de uma adequada estrutura financeira para a prossecução do objetivo de sustentabilidade dos negócios. Neste capítulo também se realça as conclusões quanto às tendências verificadas de evolução dos indicadores económico-financeiros selecionados para a análise das condições financeiras e de exploração dos quatro setores escolhidos, sendo enfatizado as diferenças entre os referidos setores. Por fim são apresentadas as principais limitações do estudo.

Finalmente a bibliografia e apêndices, onde se faz menção às fontes de géneros diversos utilizadas na elaboração da revisão da literatura e do estudo empírico, que deram a sua contribuição fundamental para que este trabalho ganhasse a sua forma final.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 Gestão financeira de curto prazo

A gestão financeira de curto prazo preocupa-se fundamentalmente com a gestão de ativos e passivos de curta duração detidos numa empresa. Engloba a gestão das disponibilidades, dos créditos e débitos comerciais, das existências e das negociações de créditos de curto prazo, tendo o gestor financeiro o papel de regular os pagamentos e recebimentos da empresa, garantindo a liquidez para que esta possa cumprir com as suas obrigações de curto prazo.

As decisões financeiras de curto prazo ocupam o quotidiano do gestor financeiro, centrando-se na gestão da tesouraria e na gestão do FM. Caberá ao gestor financeiro no horizonte de curto prazo, tomar decisões sobre o nível de crédito a conceder aos seus clientes, os termos de pagamento, as políticas de cobrança, os montantes a investir em existências, os níveis de disponibilidades a deter e os montantes a investir em aplicações financeiras, bem como garantir a existência de fundos suficientes para fazer face ao vencimento de empréstimos de curto prazo contraídos.

Para Brealey, Myers e Allen (2013), no âmbito da gestão financeira de curto prazo as decisões sobre os ativos correntes são interdependentes, não se podendo gerir isoladamente cada componente do ativo corrente de uma empresa, sem ter em consideração uma outra componente. Por exemplo, a decisão de oferecer a clientes mais tempo para pagar as suas compras reduz o saldo futuro de tesouraria, bem como a adoção do sistema *just in time* para a encomenda de produtos permite libertar capital, pois opera-se com um nível menor de existências.

Ainda segundo Brealey *et al.* (2013, p.679) «As decisões financeiras de curto prazo diferem das decisões de longo prazo, como a compra de fábricas e equipamentos ou a escolha da estrutura do capital, de duas maneiras. Primeiro geralmente envolvem ativos e passivos de curta duração e, segundo, podem ser facilmente revertidas». Para os autores, um gestor financeiro responsável por decisões financeiras de curto prazo não necessita de antever o futuro longínquo, na medida em que a decisão de contrair um empréstimo bancário a 60 dias, poderá ser avaliada corretamente apenas pelas previsões de tesouraria dos meses imediatos. Nesta linha de raciocínio, os autores concluem que de certa forma as decisões de curto prazo são mais fáceis, mas não menos importantes do que as decisões

financeiras de longo prazo, pois uma empresa pode encontrar oportunidades de investimento bastante vantajosas, encontrar o rácio de endividamento ótimo, seguir a política de dividendos perfeita e, no entanto, desmorerar-se por ninguém se preocupar em angariar fundos para pagar as faturas do ano em curso. Daí a necessidade de um apropriado planeamento de curto prazo.

Para Barros e Barros (1998), as decisões tomadas pelo gestor financeiro devem ponderar sempre a rentabilidade com a solvabilidade e o risco, não existindo decisões isoladas que permitem atingir um único objetivo sem que apareçam desvantagens noutros objetivos. Na verdade, as decisões financeiras com vista a obter uma maior rentabilidade estão associadas a um maior risco, da mesma forma que as decisões financeiras tendentes a minimizar o risco geralmente apresentam uma menor rentabilidade.

Assim salienta-se que a gestão financeira de curto prazo, através da gestão do FM e da gestão da tesouraria, é um mecanismo essencial para a elevação da rentabilidade das empresas e do seu valor. Ferreira e Macedo (2011) consideram que as variáveis financeiras de curto prazo podem arruinar uma organização, dado que o cumprimento das obrigações financeiras depende da disponibilidade de recursos decorrentes da eficiente gestão financeira de curto prazo.

Desde que Smith (1980) sugeriu que a gestão do FM é importante devido ao seu efeito no risco, na rentabilidade e consequentemente no valor das empresas, a literatura sobre o FM vem desenvolvendo através de contribuições empíricas. Em particular, alguns estudos mais recentes se têm centrado sobre a forma como o investimento em FM afeta o desempenho das empresas (Aktas, Croci & Petmezas, 2014; Baños-Caballero, García-Teruel, & Martínez-Solano, 2013b; Deloof, 2003; Hill, Kelly, & Hihgfield, 2009; Huson & Nanda, 1995; Mota, 2013; Pais, 2014; Santos, Ferreira & Faria, 2009; Shin & Soenen, 1998; Wang, Chen & Song, 2014; Weinraub & Visscher, 2011; Ferreira de Sá, 2012; entre outros).

## 2.2 Políticas financeiras de curto prazo

As políticas ou estratégias de gestão financeira de curto prazo representam procedimentos que atuam sobre as NFM e a TL (Barros & Barros, 1998), sendo a questão principal associada à tesouraria a de como assegurar a liquidez e a questão central relacionada com as NFM, a de determinar o nível ótimo de FM. Estas políticas estão relacionadas com as estratégias básicas de uma empresa sobre os níveis-alvo para cada categoria de ativos correntes e como estes serão financiados.

Um dos grandes desafios do gestor financeiro prende-se com o estabelecimento de um nível apropriado de FM, dado que um montante elevado deste irá desviar recursos financeiros que poderiam ser investidos no financiamento de ativos não correntes da empresa, e por outro lado, um montante reduzido restringirá a capacidade operacional e de vendas da empresa.

Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2008), a política de financiamento de curto prazo assumida por uma empresa espelha-se pelo menos de duas maneiras:

- O nível de investimento da empresa em ativos correntes, medido em relação ao nível das receitas operacionais totais da empresa.
- O financiamento do ativo corrente, medido como a proporção entre a dívida de curto prazo e a dívida de longo prazo empregue no financiamento do ativo de curto prazo.

O autor reconhece na sua obra duas políticas de gestão financeira de curto prazo distintas. As políticas conservadoras (flexíveis) caracterizadas por uma maior propensão à concessão de créditos a clientes, maior investimento em existências, manutenção de um elevado saldo de caixa e títulos negociáveis, e por outro lado as políticas agressivas (rígidas), caracterizadas por uma certa limitação à concessão de créditos a clientes minimizando assim as contas a receber, manutenção de saldos de caixa reduzidos e pouco investimento em títulos negociáveis, e manutenção de um nível reduzido de existências, diminuindo assim o investimento nesta componente dos ativos correntes.

Pelas características das diferentes estratégias, fica claro que o investimento em FM é maior nas empresas que optam por adotar estratégias conservadoras, pois estas exigem um maior investimento em existências, títulos negociáveis, clientes e caixa, comparativamente às empresas que adotam estratégias mais agressivas. Para Ross *et al.* (2008), a política

financeira agressiva reduz as vendas futuras a níveis abaixo das que poderiam ser atingidas por políticas conservadoras, sendo que estas últimas permitem a cobrança de preços mais altos a clientes, na medida em que estes podem estar dispostos a pagar mais pela rápida entrega e pelas condições de crédito mais acessíveis das políticas flexíveis. Prevê-se também uma menor probabilidade de paralisação da produção por causa de escassez de existências para as empresas que adotem políticas mais conservadoras.

O principal objetivo da gestão do FM é manter um equilíbrio ótimo entre cada um dos seus componentes, pois segundo Filbeck e Krueger (2005), o sucesso do negócio depende fortemente da capacidade do gestor financeiro em gerir eficazmente as contas a receber, os inventários e as contas a pagar.

Uma empresa poderá adotar uma política agressiva na gestão do seu FM, mantendo um baixo nível de ativos correntes no total de ativos, ou também (para as decisões de financiamento) mantendo um nível elevado de passivos correntes no total de passivos da empresa. Níveis excessivos de ativos correntes podem ter um efeito negativo na rentabilidade, porém um nível baixo de ativos correntes pode levar a um déficit de liquidez, resultando em dificuldades em manter um bom funcionamento operacional (Van horne & Wachowicz, 2008).

Na literatura sobre o presente tema, existe um longo debate sobre o *trade-off* rentabilidade vs risco, relacionado com as diferentes políticas de gestão do FM. Como já mencionado, geralmente políticas mais agressivas são associadas a um maior risco e uma maior rentabilidade, ao passo que para políticas mais conservadoras associam-se uma menor rentabilidade e um menor risco.

Isso mesmo ficou patente na pesquisa de Weinraub e Visscher (1998), que efetuaram um estudo sobre a adoção de políticas agressivas e conservadoras para o período de 1984-1993 para um conjunto de empresas americanas, tendo considerado dez indústrias diferentes. Os autores concluíram que a política financeira de curto prazo agressiva proporciona uma maior rentabilidade, resultando também num maior risco e num menor investimento em FM, sendo que pelo contrário, a política conservadora apresenta um menor risco, porém um maior investimento em FM e uma menor rentabilidade.

Deloof (2003) investigou a relação entre a rentabilidade das empresas e a gestão do FM para uma amostra de 1009 grandes empresas belgas não financeiras para o período de 1992-1996. Os resultados sugeriram que os gestores podem melhorar a rentabilidade



empresarial, reduzindo o período de crédito concedido a clientes e o tempo de permanência das existências em armazém, sendo que as empresas menos rentáveis tendem a esperar mais tempo para pagar as suas contas. Neste sentido, o autor concluiu que políticas mais agressivas na gestão do FM estavam intimamente ligadas a uma maior rentabilidade.

Mais recentemente, Pais (2014) efetuou um estudo com o objetivo de fornecer evidências empíricas sobre os efeitos da gestão do FM na rentabilidade das PME's portuguesas, baseando-se numa amostra de 6065 empresas, no período temporal de 2002 a 2009. Os resultados obtidos por técnicas fundamentais de dados em painel vão ao encontro de estudos anteriores que relatam evidências que a prática de políticas mais agressivas de gestão do FM são genericamente conducentes a uma maior rentabilidade das empresas. Concluiu a autora que a redução do Prazo médio de pagamento (PMP), Prazo médio de recebimento (PMR) e Prazo médio de inventário (PMI) encontram-se associadas a uma maior rentabilidade das empresas.

Aktas, Croci, e Petmezas (2014) por sua vez, examinaram o valor do efeito da gestão do FM para uma grande amostra de empresas dos EUA entre 1982-2011. Diferentemente de outros estudos, os autores descartaram a possibilidade de que os resultados são impulsionados pelo aumento dos riscos decorrentes da adoção de políticas de gestão de FM agressivas. Admitem que para as empresas com FM excessivamente negativo, a relação entre o FM e o risco de empresa é negativa, e consistente com os resultados de desempenho (ou seja, o investimento adicional no FM está associado a um menor risco, um maior nível de inventário e um desempenho operacional superior). Por outro lado, para as empresas com um excessivo investimento em FM a relação entre o FM e o risco empresarial não foi estatisticamente significativa, indicando que a libertação do dinheiro desnecessário imobilizado em capital circulante não leva ao aumento do risco empresarial, excluindo o canal de risco como um potencial condutor à relação negativa entre o desempenho da empresa e o FM excessivamente positivo.

No geral, vários fatores tanto internos como externos influenciam as decisões dos gestores das empresas quanto à questão da política de gestão dos ativos e passivos correntes a adotar, ou seja, quanto ao nível apropriado destes.

Weinraub e Visscher (1998) realizaram uma pesquisa analisando o investimento em FM para uma amostra de 216 empresas de dez indústrias diferentes ao longo de um período de dez anos. Durante o estudo os autores observaram que empresas de indústrias diferentes

exibiam políticas de gestão de FM consideravelmente diferentes, constatando ainda que estas políticas exibiam uma notável estabilidade ao longo dos dez anos respectivos ao período de estudo. O estudo também demonstrou uma alta e significativa correlação negativa entre a política adotada para a gestão de ativos correntes e para a gestão de passivos correntes, sugerindo que as políticas relativamente agressivas na gestão de ativos correntes são compensadas por políticas financeiras mais conservadoras de gestão dos passivos correntes.

Hill, Kelly e Highfield (2009) buscam entender no seu estudo os fatores que influenciam a política de gestão do FM adotada pelas empresas. Os resultados indicaram que o aumento da volatilidade das vendas e da probabilidade de dificuldades financeiras leva as empresas a adotarem políticas mais agressivas na gestão do FM. Além disso os resultados também indicaram que a política do FM é influenciada pela capacidade financeira, dado que empresas com fraca capacidade interna de financiamento, com acesso limitado a mercados de capitais e com maiores custos de financiamento externo usam geralmente políticas mais agressivas na gestão do fundo maneio. Deste modo, observa-se que mais do que uma opção, muitas vezes a adoção de políticas agressivas resulta das limitações financeiras das empresas. A concluir os autores ressaltaram a importância da inclusão das condições operacionais e de financiamento no processo de tomada de decisão sobre a política a adotar, que muitas vezes é ofuscada pelas práticas do setor em que a empresa se insere.

Salienta-se ainda que as necessidades de investimento no capital circulante duma empresa podem sofrer alterações ao longo do desenrolar da sua atividade devido a diversas razões tais como: tendência geral de crescimento, variação sazonal desta tendência, a imprevisibilidade do dia-a-dia e as variações mês a mês na necessidade do ativo circulante. Deste modo, a política financeira a adotar por uma empresa deve ter em conta tanto os fatores internos da empresa, como as condições do meio envolvente onde esta se insere, de modo a conseguir um nível de FM mais adequado às necessidades do ciclo operacional, garantindo assim um maior equilíbrio financeiro quer sob a perspetiva económica, quer pela maximização das rendibilidades.

## **2.3 Planeamento financeiro de curto prazo**

Numa perspetiva de curto prazo, espera-se que o gestor financeiro elabore um plano financeiro que permita a empresa atingir os objetivos de produção e vendas, minimizar os custos financeiros e assegurar a liquidez. Se tomarmos em conta o médio e longo prazo como uma sequência de curto prazo, o gestor financeiro preocupa-se no curto prazo com a liquidez e no médio e longo prazo com a solvabilidade e a rentabilidade.

Menezes (2008) considera que a curto prazo o objetivo financeiro fundamental traduz-se geralmente na elevação da tesouraria global com a dupla preocupação de preservação de um razoável equilíbrio entre a redução do custo do capital e a minimização do risco financeiro. O alcance deste objetivo preconiza a previsão e o controlo sistemático dos fluxos financeiros de exploração e extraexploração, o qual pressupõe uma primeira configuração das políticas financeiras de curto prazo internas, para melhor prever os fluxos financeiros, nomeadamente os pagamentos e recebimentos de exploração.

Para o mesmo autor, o planeamento financeiro é naturalmente influenciado pelo nível médio de NFM da empresa, sendo que este é influenciado fundamentalmente por dois aspetos de índole estrutural: a natureza da atividade e as condições globais de organização e gestão. A natureza da atividade influencia as NFM na medida que é um fator determinante da duração do ciclo de exploração, do nível de estruturas dos custos totais e do valor acrescentado.

O ciclo de exploração é fundamentalmente influenciado pela duração do ciclo de produção, que é por sua vez influenciado pela natureza dos produtos fabricados/comercializados pela empresa, o que também se reflete nos níveis de existências e do crédito concedido a clientes.

Quanto ao valor acrescentado o seu nível e estrutura repercutem-se na tesouraria de exploração na medida que quanto maior for o valor acrescentado menor será o montante de compras de materiais e, portanto, menor será o nível de crédito permanente e renovável dos fornecedores correntes. De outro ponto de vista, e relativamente à estrutura do valor acrescentado, quanto maiores forem as amortizações dos ativos não correntes de exploração, menor será o nível de NFM.

Para além da natureza da atividade, as condições de organização e gestão podem provocar uma maior ou menor eficiência do processo produtivo, gestão de inventários e do crédito de clientes. Segundo Breia, Mata e Pereira (2014, p.77) «Organização e procedimentos

deficientes poderão ter consequências relevantes a nível das necessidades de financiamento e por arrasto, a nível de resultados». Estes procedimentos traduzem-se na eficácia do aprovisionamento, na racionalização do processo produtivo, na gestão dos créditos obtidos dos fornecedores, na gestão comercial e num permanente acompanhamento da tesouraria.

Ao longo dos anos, a literatura vem dando uma importância crescente ao planeamento financeiro de curto prazo que muitas vezes vinha sendo ofuscada pelo maior destaque dado ao planeamento de médio longo prazo.

Enqvist, Graham e Nikkinen (2014) examinaram o papel dos ciclos de negócios sobre a relação FM/rendibilidade, trabalhando com uma amostra de empresas finlandesas cotadas ao longo de um período de 18 anos. Utilizaram o ciclo de conversão de caixa (CCC) como medida do FM e, como medida de rendibilidade, utilizaram a rendibilidade operacional dos ativos (ROA) e os resultados operacionais brutos. A análise da correlação indicou uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o CCC e a ROA e entre CCC e os resultados operacionais brutos, indicando que as empresas podem melhorar as suas rendibilidades apostando numa maior eficiência na gestão do FM, ou seja, diminuindo o CCC. A partir daí os autores sugeriram que o investimento em processos de FM e a incorporação de práticas que melhorem a eficiência da gestão do FM em rotinas diárias são essenciais para a rendibilidade das empresas, devendo ser incluídas no processo de planeamento financeiro.

Contudo, nem todas as empresas (principalmente as de menor dimensão) valorizam adequadamente o planeamento financeiro de curto prazo. Santos, Ferreira e Faria (2009) realizaram um estudo com vista a realçar a importância da gestão financeira de curto prazo na rendibilidade e no sucesso empresarial das Pequenas e médias empresas (PME's), apresentando também os fatores limitativos da gestão do capital circulante neste tipo de empresas. O estudo foi efetuado no município de Viçosa-MG no Brasil, onde foram entrevistados 172 proprietários de PME's. Os principais resultados mostraram que as empresas praticam principalmente autofinanciamento e possuem um ciclo de caixa correspondente a 56% do ciclo operacional, sendo que 81% das empresas analisadas possuíam endividamento no curto prazo. Ficou evidente para os autores que grande número das empresas não seguem boas práticas de gestão financeira e não utilizam com frequência ferramentas de controlo, como o orçamento de tesouraria por exemplo, apresentando assim grandes limitações na gestão financeira. Constatou-se que a

manutenção de uma correta gestão financeira de curto prazo está longe de ser unânime, devido ao desconhecimento ou até ao desinteresse de muitos empresários.

Os autores concluíram que as micro e pequenas empresas apesar de serem atrativas do ponto de vista da rentabilidade, operam em alto risco de liquidez sobretudo devido às deficiências na gestão financeira de curto prazo, sendo o problema de liquidez uma das principais razões para o seu fracasso. Este problema advém, segundo os referidos autores, da ineficácia ou até inexistência do planeamento financeiro de curto prazo, que conduz a más práticas de gestão financeira, como o financiamento de recursos permanentes através de financiamentos de curto prazo, bem como o facto do passivo ser essencialmente constituído por dívidas de curto prazo, aumentando a vulnerabilidade dessas empresas e contribuindo para a probabilidade de encerramento de muitas delas, mesmo que sejam rentáveis economicamente.

Nesta linha Howorth e Westhead (2003) no seu estudo sobre as rotinas de gestão de FM de uma grande amostra aleatória de pequenas empresas no Reino Unido detetaram uma variabilidade considerável na adoção de rotinas de gestão de FM, documentando que devido aos limitados recursos detidos pelas pequenas empresas, estas normalmente escolhem uma área da gestão de FM para concentrarem os seus esforços, tentando melhorar a sua performance. Os resultados indicaram que o retorno marginal que os gestores entendem como sendo atingíveis pelo investimento em gestão do FM, exerce uma grande influência sobre a extensão e o foco da mesma. Foi entendida como limitação à aceitação das rotinas de gestão de FM a questão do tempo, não por causa do tempo escasso para a tomada de decisões, mas sim pela extensão de tempo disponível para avaliar se mudanças na política de gestão de FM atual valeria a pena, trazendo benefícios marginais à empresa.

Para Brealey *et al.* (2013) o problema do gestor financeiro está em prever as origens e as aplicações futuras de disponibilidades, sendo que estas previsões têm a finalidade de oferecer ao gestor financeiro um padrão ou um orçamento para avaliar o desempenho subsequente e alertar o gestor para as necessidades de fluxos de tesouraria futuros, pois o dinheiro tem o hábito de «desaparecer» rapidamente. Nesta linha, salienta-se que apesar de nem sempre as previsões serem cumpridas, a execução de um adequado planeamento financeiro reduz as possibilidades de se enfrentar apertos financeiros, como a falta de liquidez para o financiamento da atividade da empresa ou para o pagamento das contas que se vão vencendo. Deste modo, o planeamento financeiro de curto prazo assume-se como

uma ferramenta essencial para a estratégia de qualquer empresa, pois sem planejar os primeiros passos, torna-se mais difícil traçar um plano correto para o longo prazo.

## **2.4 Equilíbrio financeiro de curto prazo**

O conceito de equilíbrio financeiro é usado para estudar a adequação do financiamento à estratégia de investimento e de gestão do ciclo de exploração das empresas. Assim o equilíbrio financeiro atinge-se com uma adequada harmonização entre os tempos de transformação dos ativos em dinheiro e o ritmo de transformação das dívidas em passivo circulante exigível (Neves, 2012).

Um dos objetivos da função financeira é assegurar que os fluxos monetários de entrada e de saída não apresentem desequilíbrios, pois estes desequilíbrios quando sistemáticos poderão colocar em causa a continuidade da empresa. Nesta linha salienta Maness e Zietlow (2005) que as atividades operacionais geralmente geram *cash flows* dessincronizados e incertos, sendo fundamental a previsibilidade destes fluxos de tesouraria.

Segundo Breia *et al.* (2014, p.73) «Uma empresa está em equilíbrio (financeiramente) quando, de forma estável e continuada, os meios financeiros disponíveis são suficientes para liquidar as dívidas que se vão vencendo».

Esta proposição pressupõe uma política de financiamento dentro da empresa assente na constante adequação do grau de liquidez das aplicações ao grau de exigibilidade dos fundos utilizados para o seu financiamento. Assim sendo, a aquisição de um equipamento cujo grau de liquidez é lento não deverá ser feita com fundos exigíveis a curto prazo, mas sim com recursos financeiros que permaneçam na empresa o tempo mínimo necessário para que sejam gerados meios líquidos suficientes para garantir o respetivo reembolso, no caso do financiamento ser garantido por capitais alheios. Da mesma forma, a aquisição de inventários por meio do recurso ao crédito de curto prazo é totalmente justificável, pois espera-se que as receitas relativas à venda do respetivo ativo sejam angariadas a tempo de se proceder ao reembolso do crédito contraído (Menezes, 2008).

Tradicionalmente o FM é utilizado como um dos principais indicadores de equilíbrio financeiro, perdurando ainda nos dias de hoje uma certa tendência em considerar que uma empresa se encontra em equilíbrio quando o FM for positivo.

No entanto é de se salientar que a análise do equilíbrio financeiro por esta ótica apresenta algumas debilidades. Para Breia *et al.* (2014) trata-se de uma regra genérica, podendo não significar a adequação de forma contínua das aplicações de fundos disponíveis para fazer face aos passivos exigíveis num dado momento, até porque este princípio tem por base a análise de dados estáticos relativos a um momento específico. Há que se ter em conta e comparar o grau de liquidez dos ativos correntes com o grau de exigibilidade dos passivos de curto prazo, pois ainda salientam os mesmos autores que não é indiferente um ativo de curto prazo constituído fundamentalmente por clientes, ou existências, ou disponibilidades, e da mesma forma nos passivos correntes há diferenças em termos de prazos (exigibilidade), possibilidade de renegociação ou mesmo de renovação de cada componente.

Para Neves (2012) o princípio de equilíbrio financeiro mínimo ( $FM=0$ ) não é suficiente para assegurar o equilíbrio financeiro, porque existem rubricas associadas ao ciclo de exploração (como as existências, clientes e outras) que também necessitam de financiamento com carácter de estabilidade. Assim, o FM deve ser visto como a fração de capital necessária ao financiamento do ciclo de exploração.

Ainda refere o mesmo autor que a conclusão de que o FM tem de ser positivo parte de premissas falsas, pois a análise é excessivamente estática, o que é incoerente com o princípio contabilístico da continuidade dos exercícios em que assenta o balanço. Na realidade, o nível de FM ótimo está dependente de diversas variáveis, onde se destacam a natureza e o volume de atividade.

Já para Menezes (2008) este princípio decorre da importância tradicionalmente atribuída ao conceito de FM e desconsidera a natureza e velocidade de rotação dos componentes do capital circulante, e a natureza e calendarização dos prazos de vencimento da dívida de curto prazo. Uma empresa poderá cumprir momentaneamente este princípio e mesmo assim se encontrar com graves problemas de tesouraria a curto prazo, para tal basta que o capital circulante seja maioritariamente constituído por existências, e que o passivo de curto prazo seja essencialmente formado por débitos de financiamento imediatamente exigíveis.

Deste modo, a análise do equilíbrio financeiro deve-se fazer em conexão com as decisões ligadas ao ciclo financeiro, operacional, de investimento e de financiamento. Assim, de forma a garantir o equilíbrio financeiro de curto prazo, as empresas deverão deter um nível

de liquidez adequado que assegure a sua capacidade em solver todos os seus compromissos de curto prazo.

Para além do objetivo liquidez, o equilíbrio financeiro das empresas está fortemente ligado à adequação da estrutura de capital (níveis de capitais próprios e de capitais alheios) que maximize o valor da empresa, sendo crucial para a estabilidade económica e financeira das empresas e consequentemente para a sua sustentabilidade. Contudo a temática da estrutura de capital está descrita de uma forma mais pormenorizada no ponto 2.6.

#### **2.4.1 Fundo de maneo**

O FM representa a parte dos capitais permanentes de uma empresa que não é absorvida no financiamento dos ativos não correntes, e como tal poderá ser canalizado para o financiamento (parcial ou total) das necessidades do ciclo de exploração.

Neste âmbito destaca-se que o capital permanente deve financiar o ativo não corrente e servir de margem de segurança necessária para fazer face a imprevistos ou diferenças relevantes entre os prazos de exigibilidade do passivo e de realização do ativo. Segundo Breia *et al.* (2014, p.74) «(...) deverá ainda cobrir as rubricas de curto prazo afetas ao ciclo de exploração e não cobertas pela própria exploração (fornecedores) dado que tem caraterísticas de «imobilização» (renovação de forma mais ou menos continuada)».

Constata-se no FM uma natureza essencialmente estática, dado que a sua evolução temporal depende de variáveis empresariais de natureza essencialmente estrutural: as políticas de investimento em ativos não correntes, as políticas de amortização do imobilizado, a rendibilidade global, a política de distribuição de dividendos e também as políticas de financiamento (Silva, 2010). Desta forma e de modo a ser coerente com o princípio de continuidade em que assenta a realização das demonstrações financeiras, a sua análise não deve ser dissociada da natureza e nível de atividade, da rendibilidade e da tesouraria de exploração empresarial, conferindo assim um maior valor à sua avaliação.

Quando positivo, o FM representa a parte dos capitais permanentes que se encontra disponível para financiar o ciclo de exploração. Apresentando um valor negativo, significa que parte dos fundos não estáveis estão a financiar ativos não correntes, o que, por si só, é um fator de fraqueza da estrutura financeira, que acarreta riscos (Neves, 2012). Porém um FM negativo não significa necessariamente desequilíbrios financeiros, dado que os níveis



de FM têm de estar em linha com as exigências de capital do ciclo de exploração. Ora, por vezes o ciclo de exploração é totalmente financiado pelos fornecedores, de modo que não é necessário a existência de uma margem de segurança para fazer face ao desfasamento temporal existente entre a aquisição de existências e o recebimento de vendas efetuadas. Nesse caso o FM poderá ser negativo desde que as NFM sejam ainda mais negativas (é o caso frequente, por exemplo, das empresas da grande distribuição).

A avaliação da variável FM assume particular ênfase quando se procura analisar o resultado de empresas quer no que respeita à sua qualidade, quer relativamente à sua sustentabilidade. Ora é nesta linha que a determinação de um FM ajustado ao volume e à natureza da atividade empresarial reveste-se de grande importância, seja para o desenvolvimento das atividades de gestão, seja, consequentemente, pela importância que tem na determinação do valor da empresa (Pires, 2006).

Porém, embora a necessidade de adequação do FM seja de grande importância para o sucesso empresarial, na prática torna-se difícil a definição de limites ideais para esta variável. Essa dificuldade, segundo Pires (2006), prende-se no facto de a quantificação de forma ajustada do FM ao nível e volume de operações, ser condicionada por um conjunto de fatores, de onde se destacam:

- A duração do ciclo de exploração - nas empresas industriais será, por princípio, superior ao das empresas comerciais, dado a necessidade de financiar o intervalo de tempo consumido pelo ciclo de produção;
- A natureza da atividade - poderá determinar, por exemplo, a necessidade de se recorrer a trabalhos especializados ou de se efetuarem determinados adiantamentos para garantir a compra de certas matérias-primas;
- Os PMR e PMP - mesmo em empresas do mesmo setor de atividade, com uma dimensão similar e volume de negócios idênticos, estes prazos podem determinar necessidades de FM diferenciadas;
- O grau de maturidade e/ou desenvolvimento em que se encontra a empresa;
- O preço dos diferentes fatores de produção - este determinará um ciclo de exploração mais ou menos oneroso;
- A possibilidade de ocorrerem situações extraordinárias que influenciem o ciclo de exploração, como avarias técnicas, greves, absentismo, conjuntura desfavorável, etc.

Assim sendo, a adequação do FM pressupõe uma análise prévia à estrutura do ativo circulante, quer sob a perspectiva do equilíbrio financeiro, quer sob a perspectiva económica ou da maximização da sua rendibilidade.

Salienta-se que a eficácia da avaliação estática do FM é estreitamente condicionada pela evolução a curto prazo do autofinanciamento e do nível e estrutura das aplicações de fundos, dado que grandes variações destes parâmetros poderão provocar problemas de liquidez não detetáveis pela análise do FM existente num determinado momento. Assim sendo, o estudo isolado do FM sem qualquer comparação com as NFM e com a evolução da tesouraria de curto prazo, apenas nos facultaria meras indicações sobre a situação de liquidez da empresa num momento perfeitamente localizado (Menezes, 2008).

A inexistência de uma correta adequação do FM pela sua insuficiência, poderá levar a um peso exagerado dos créditos de funcionamento (fornecedores, outros credores e créditos de curto prazo), fazendo com que a estrutura financeira das empresas esteja permanentemente sob pressão, dando lugar ao incumprimento das responsabilidades assumidas e à diminuição dos proveitos operacionais porquanto do consumo exagerado de recursos pela função financeira. Referem Pires (2006) e Ferreira e Macedo (2011), que embora uma situação de desequilíbrio financeiro de curto prazo não traduza, necessariamente, uma situação de fracasso empresarial na medida que este desequilíbrio poderá ser resultante de uma estrutura de financiamento desadequada, é importante ter a noção que não raras vezes, processos de insolvência iniciam-se com desequilíbrios financeiros de curto prazo que vão deteriorando a exploração e, numa espiral de dependência de recursos de curto prazo insuficientes, entram em processo de insolvência.

Por outro lado, o excesso de FM dado pelo FM superior ao que é exigido pelas condições normais de funcionalidade, leva a uma quebra nas rendibilidades quer seja porque representa capitais subaproveitados, quer porque se incorreu em financiamentos desnecessários e, conseqüentemente se está a suportar incorretamente o custo desse financiamento.

Por tudo isso, conclui-se que o FM só assume a sua eficácia na avaliação do equilíbrio financeiro de curto prazo, quando a sua análise estiver associada aos níveis de capitais exigidos pelo ciclo de exploração, assegurando a manutenção da atividade normal da empresa. Salienta-se ainda que é fundamental a correta adequação dos níveis de FM, dado

que um FM desajustado influencia negativamente a tesouraria, os resultados e consequentemente o valor da empresa (Baños-Caballero *et al.* 2013b).

#### **2.4.2 Necessidades de fundo de maneo**

As NFM representam os montantes de fundos que a empresa necessita aplicar para financiar a sua atividade e fazer face ao desfasamento temporal existente entre a aquisição de existências e o recebimento das vendas efetuadas (Pais, 2014), ou seja, é o conjunto de necessidades cíclicas cujo financiamento não se encontra assegurado pelo conjunto dos recursos cíclicos.

Uma empresa no arranque do seu ciclo de exploração tem de assegurar um determinado montante de capital para arcar com as despesas operacionais prévias ao recebimento por parte dos clientes, nomeadamente para a compra de matérias-primas ou quaisquer outros produtos, pagamento ao pessoal e fornecimento dos serviços externos, etc. Ademais, muitas vezes o ciclo de exploração subsequente tem início antes do recebimento das vendas do ciclo de exploração anterior, originando uma necessidade permanente de FM para o financiamento do ciclo de exploração.

Baños-Caballero, García-Teruel e Martínez (2013a) estenderam a evidência empírica sobre as NFM em várias dimensões importantes. Através de uma amostra de SNF espanholas ao longo do período 1997-2004, os autores analisaram as determinantes das NFM e examinaram a velocidade com que as empresas ajustam as suas NFM com vista a atingir o nível alvo de NFM determinado por elas. Os resultados mostraram que a velocidade com que as empresas se ajustam em direção às NFM alvo é relativamente rápida, o que é consistente com a ideia de que os itens correntes do balanço podem ser alterados com bastante facilidade mesmo no curto prazo, visto que estão em grande medida sob o controlo da empresa, sendo assim mais fáceis de manipular. Além disso, identificaram que a velocidade de ajustamento não é igual em todas as empresas, sendo esta afetada positivamente pela capacidade de acesso da empresa aos mercados de capitais externos e pelo seu poder negocial.

Hill *et al.* (2009) por sua vez, no seu estudo sobre o comportamento das NFM operacionais encontraram evidências que vendas em crescimento, a incerteza de vendas, o elevado custo de financiamento externo e a alta probabilidade de dificuldades financeiras, incentivam as

empresas a adotarem estratégias mais agressivas na gestão do seu FM. Deste modo os resultados também indicaram que o nível das NFM é influenciado pela capacidade de financiamento da empresa. Especificamente, as NFM estão positivamente relacionadas com o fluxo de caixa operacional e com o tamanho da empresa e negativamente relacionadas com a taxa de *market-to-book* e com a probabilidade de dificuldades financeiras. Em conjunto, estes resultados sugerem que as empresas com fraca capacidade interna de financiamento, acesso limitado mercado de capitais, e maiores custos de financiamento externo usarão mais agressivamente contas a pagar relativamente a contas a receber e existências.

Já Bahhouth, Maysami e Thomas (2012), exploraram no seu estudo o papel das novas tecnologias na redução das NFM de negócio, analisando cerca de 1500 empresas americanas no período de 1991-2009. As evidências do estudo mostraram que ao longo dos últimos 20 anos, como resultado dos avanços tecnológicos, têm havido uma diminuição significativa nas NFM. Embora as empresas analisadas apresentassem um aumento nas vendas, custo das vendas e FM, o aumento do FM é significativamente menor do que o das vendas e custo das vendas. Então os resultados evidenciaram que hoje as empresas precisam investir menos em FM para operar (relativamente à proporção das vendas), tendo essa redução nas NFM beneficiado várias partes. Primeiro, contribuiu para o aumento da eficiência do mercado na medida que mais investidores são capazes de entrar no mercado, e em segundo lugar, contribuiu para a diminuição do custo dos produtos na medida em que o custo financeiro diminuiu, sendo que menos capital é necessário para financiar o FM e gerir as operações diárias.

Vale salientar que o nível de NFM muitas vezes é afetado pelo fator sazonalidade. Isto acontece uma vez que as NFM subdividem-se em NFM estruturais, decorrentes da atividade normal da empresa, e NFM temporárias, resultantes de fatores sazonais, sendo desta forma ocasionais (Neves, 2012).

Muitas indústrias, onde se incluem por exemplo o turismo, as bebidas e as indústrias agrícolas, são caracterizadas pela sua alta sazonalidade. Decorrente deste fator, a relação entre o FM e as NFM não é estática durante todo o ciclo de exploração uma vez que embora o FM seja um indicador mais rígido, as NFM apresentam algumas oscilações, exibindo mínimos e máximos ao longo deste ciclo, precisamente por causa das variações ocasionais. Então nesta conformidade não é razoável dimensionar o FM em função das NFM máximas que venham a ser exigidas pelo decorrer do ciclo, uma vez que tal

suscitaria um custo de imobilização de capital desnecessário com os consequentes reflexos na rentabilidade empresarial (Pires, 2006). Assim sob a perspectiva da otimização dos resultados e, consequentemente, a maximização do seu valor, haverá toda a conveniência em se identificar as NFM com caráter de permanência, de modo a assegurar um limite mínimo de atividade decorrente da existência destas necessidades cíclicas mínimas que configuram a forma de investimento com caráter de permanência – margem de segurança mínima.

### 2.4.3 Tesouraria líquida

Como já fora mencionado, o FM representa um indicador essencialmente estático, pelo que a sua análise não deve ser dissociada da natureza e nível de atividade empresarial, devendo-se promover uma análise comparativa com o nível das NFM. Da diferença entre estes dois conceitos (FM e NFM) resulta a TL.

$$TL = FM - NFM$$

Figura 1: Equação fundamental da tesouraria

Essa relação sugere que para um maior equilíbrio estrutural da situação de tesouraria, o FM deverá no mínimo igualar as NFM, ou seja  $TL=0$ . É claro que o caso da rigorosa igualdade entre o FM e as NFM, não é mais do que uma hipótese académica, sendo na realidade o seu acontecimento, algo casual e necessariamente passageiro. Porém, manter uma tesouraria próxima de zero, é a expressão de uma lógica de gestão financeira coerente. A prática da tesouraria zero protege a empresa contra riscos simétricos que constituem por um lado, a eliminação do excesso de liquidez duradoura e, por outro lado, a dependência face às entidades que concedem empréstimos a curto prazo (Duarte, 2009).

A análise da TL quando comparada com outros indicadores da liquidez é um indicador mais fiável e completo, demonstrando que o equilíbrio financeiro resulta da coerência das políticas estratégicas e políticas operacionais da empresa. Segundo Neves (2012), a TL (pela sua relação com FM e NFM) é o indicador que quantifica e caracteriza de uma forma mais rigorosa a definição de equilíbrio financeiro.

Na análise da TL, verifica-se que quanto mais elevadas forem as NFM, maior será a pressão sobre a TL. Então grandes quantidades de existências, saldo de clientes elevados

resultantes de períodos de créditos excessivos atribuídos aos clientes, atrasos no pagamento e deficiências no processo de cobrança, poderão provocar graves problemas de tesouraria, que em última instância, no caso de não se verificar o reforço estável dos capitais permanentes, poderão conduzir a processos de insolvência.

Todavia, tendo em consideração que o balanço reproduz a situação da empresa num determinado momento, há que se perceber se a situação da tesouraria atual (positiva ou negativa) resulta de situações pontuais, ou se pelo contrário está-se perante uma situação recorrente. Segundo Breia *et al.* (2014, p.80) «(...) problemas pontuais poderão ter soluções pontuais, enquanto que os problemas mais graves, recorrentes, implicarão soluções estruturais (alterações a nível das origens de fundos ou alterações a nível económico, políticas de gestão)».

É importante salientar que a situação de tesouraria excedentária traduz equilíbrio financeiro, com a existência de margem de segurança, mas não necessariamente significa ausência de dificuldades financeiras, pois isso depende do relacionamento entre o prazo de realização do ativo circulante e de exigibilidade das dívidas correntes. Nesta linha salienta Breia *et al.* (2014), que em termos financeiros não é razoável considerar que, quer a tesouraria quer o FM, serão melhores quanto mais elevados forem os respetivos montantes. Estas questões prendem-se com a dificuldade de definição de um nível ótimo de liquidez.

Apesar da análise da relação fundamental da tesouraria proporcionar um diagnóstico mais adequado sobre a situação de equilíbrio estrutural comparativamente a análise isolada do FM, ou ainda a outros indicadores de liquidez (LG e LR) justamente pela sua capacidade de avaliar a adequação do FM aos níveis de NFM, salienta-se que importa também verificar as verdadeiras causas originadoras de eventuais desequilíbrios, e a forma como os fluxos financeiros evoluirão no futuro. Nesta linha Breia *et al.* (2014) referem que é necessário o analista financeiro rever elementos financeiros de vários anos, de modo a perceber a evolução e respetivas razões/condicionantes da situação estrutural da tesouraria.

## **2.5 Gestão eficiente do fundo de manei**

A gestão do FM é uma componente fundamental da gestão financeira, sendo que a sua eficiência poderá elevar os níveis de rendibilidade da empresa, garantindo o objetivo de manutenção da liquidez para fazer face às necessidades diárias de financiamento do ciclo de exploração. No presente capítulo tentaremos abordar de forma mais detalhada os principais componentes do FM, como sendo as contas a receber, as existências, as disponibilidades e as contas a pagar a fornecedores.

### **2.5.1 Gestão de créditos a clientes**

Quando as empresas vendem bens e serviços podem exigir o pagamento antes da entrega, na data da entrega, ou ainda conceder crédito para os seus clientes, permitindo que o pagamento seja efetuado dentro de um prazo (pós data de entrega). A decisão de concessão de crédito constitui um investimento em clientes, e tem o principal objetivo de estimulação das vendas.

O investimento em contas a receber tem benefícios e custos, de modo que torna-se importante prestar especial atenção a esta rubrica, observando ao duplo objetivo de liquidez e rendibilidade. Assim, a gestão do crédito a clientes é importante pois sem ela há uma grande probabilidade de constituição de níveis excessivos de contas a receber, que levariam a fluxos de caixa em declínio. A má gestão das contas a receber resulta em dívidas incobráveis que reduzem os níveis de rendibilidade e liquidez da empresa.

Nas últimas décadas várias pesquisas têm sido desenvolvidas de forma a estudar os prós e contras do investimento em contas a receber. Por um lado, o crédito comercial concedido é caro e envolve um custo de oportunidade. Além disso, o crédito comercial concedido aumenta o nível de investimento em ativo circulante envolvendo o risco de incumprimento por falta de pagamento, de modo que a sua concessão pode ter efeitos negativos sobre a rendibilidade e a liquidez (Cheng & Pike, 2003).

Por outro lado, algumas motivações para a concessão de crédito incluem a redução dos custos de transação, a estimulação das vendas em períodos de baixa procura por relaxar as condições de crédito (Emery, 1984), a redução da assimetria de informação entre o comprador e o vendedor (Pike, Cheng, Cravens & Lamminmaki, 2005), e o facto deste crédito funcionar como um mecanismo de discriminação de preços entre clientes que usufruem do crédito e aqueles que pagam a pronto (Petersen & Rajan, 1997).

Martinez-sola, García-Teruel e Martinez-solano (2013b) realizaram uma pesquisa sobre a relação entre o valor da empresa e o crédito concedido a clientes para uma amostra de empresas espanholas cotadas, no período de 2001-2007. Considerando o *trade-off* entre benefícios e os custos de investimento em créditos concedidos, encontraram uma relação não-linear entre as contas a receber e o valor da empresa. Então os resultados obtidos mostraram que a relação entre essas variáveis é positiva quando o investimento em contas a receber é baixo, tornando-se negativa para níveis mais elevados de crédito a clientes. Assim concluíram que existe uma relação em forma de U invertido entre o investimento em contas a receber e o valor da empresa, existindo um nível de crédito ótimo que maximiza o valor da empresa.

Os autores também salientaram que o investimento em contas a receber tanto implica custos como proporciona benefícios. Para além disso, tendo em conta que o investimento em contas a receber não é permanentemente benéfico para o valor da empresa, os investidores tanto vão pressionar as empresas em limitar o crédito concedido de forma a atenuar o custo de oportunidade, o risco financeiro, a redução da rendibilidade e da liquidez, como vão encorajar os investidores a manter esse investimento por forma a maximizar os benefícios operacionais, comerciais e financeiros.

Vieira, Pinho e Oliveira (2013) tendo por base uma amostra de cerca de 700 empresas portuguesas para o período de 2000-2008, analisaram a concessão de crédito como meio de financiamento dos seus clientes. Encontraram evidências de que os fatores que influenciam o nível de crédito concedido são a dimensão, a capacidade de acesso ao mercado de capitais, a discriminação de preços e os motivos de transação. Os autores concluíram que nas PME's o nível de crédito é influenciado essencialmente pela rotação do ativo, ao passo que nas grandes empresas existem mais fatores que influenciam o nível de crédito concedido, como o custo da dívida, a rendibilidade operacional das vendas, a liquidez, a solvabilidade, a margem bruta e o setor de atividade onde a empresa se insere.

Foi ainda encontrada evidência de que as empresas com maior margem bruta concedem mais crédito comercial aos clientes, de forma a poderem praticar uma discriminação de preços legal e a poderem usufruir de relações comerciais com esses clientes por mais tempo. Contudo, não foi encontrada evidência de que o crédito comercial permite reduzir a assimetria de informação entre uma empresa e os seus financiadores.



No que diz respeito à duração do período de crédito, diversos fatores têm influência, porém dois dos mais importantes são o período médio de permanência dos produtos em armazém e a duração do ciclo de exploração. *Cetérís paribus*, quanto menores forem estes dois fatores, menor será o período de crédito concedido (Ross *et al.*, 2008).

Salienta-se também que a concessão de crédito é muitas vezes uma questão de sobrevivência e não de escolha, pois pode ser inerente ao tipo de negócio que a empresa pratica, podendo ser um fator determinante de sucesso ou fracasso da empresa, pois esta pode perder os seus clientes para a concorrência se não conceder créditos comerciais.

Dentro da gestão da conta clientes, os descontos de pronto pagamento (descontos financeiros) representam uma prática recorrente aquando das vendas a clientes. Para Ross *et al.* (2008), o motivo pela qual são oferecidos é a agilização do recebimento do valor das vendas, como forma de reduzir o montante de crédito oferecido e também constituem uma forma de cobrar preços mais elevados dos clientes que receberam crédito. Para Menezes (2008, p.153) «constitui uma forma de redução do PMR e do risco de concessão de crédito, mas o seu nível não deve ser dissociado das taxas de juro vigentes no mercado para operações de prazo idêntico».

Para Ross *et al.* (2008) regra geral, o montante ideal de crédito é determinado pelo ponto na qual os fluxos de tesouraria incrementais do aumento das vendas são exatamente iguais aos custos incrementais do aumento no investimento em contas a receber. A decisão de concessão de crédito assenta então no *trade-off* maximização do lucro vs minimização do número de incobráveis.

Nesta linha de raciocínio, Brealey *et al.* (2013) consideram que tal como a maioria das decisões financeiras, a concessão de crédito implica uma forte dose de bom senso, de modo que o gestor de crédito deve ponderar cuidadosamente a política de crédito a adotar, sendo que se a margem de lucro for grande, justifica-se uma política de crédito liberal, caso contrário, não poderá consentir muitos incobráveis.

Salientam ainda os autores que o gestor de crédito deve ter a noção de que na análise feita aquando da decisão de crédito, terá de levar em conta o impacto da sua decisão para além do presente, pois a decisão de crédito é um problema dinâmico. Por vezes, vale a pena aceitar um risco elevado desde que haja a possibilidade do cliente se tornar um comprador regular e de confiança. Portanto, novos negócios deverão estar preparados para consentir

mais créditos a clientes de que negócios já consolidados, pois isto faz parte do custo de constituição de uma boa carteira de clientes.

Da análise aos diversos estudos, fica claro que o sucesso da gestão de créditos a clientes pode proporcionar importantes desinvestimentos nesta componente do ativo corrente, reduzindo a possibilidade de ocorrência de incobráveis, contribuindo assim positivamente para a tesouraria de exploração, e consequentemente, para o equilíbrio financeiro de curto prazo que é essencial para a autonomia e desenvolvimento duma empresa. A acumulação de contas a receber implica em custos e tem implícito um maior risco, justamente pelo aumento do risco de incobráveis, pelo que é crucial que o gestor procure aproximar o montante de crédito concedido ao nível ótimo, que minimize os custos de investimento em contas a receber e o respetivo risco, e ao mesmo tempo maximize a rendibilidade, e consequentemente o valor da empresa.

### **2.5.2 Gestão das disponibilidades**

No âmbito da gestão financeira são considerados como sendo disponibilidades, os ativos líquidos por excelência (dinheiro) e todos aqueles que podem ser facilmente convertidos em dinheiro, como os títulos negociáveis, além dos elementos que embora não figurando no balanço, revelam as mesmas características, tomando como exemplo uma conta-corrente bancária para dar apoio à tesouraria já negociada e não utilizada (Menezes, 2008).

Segundo Keynes *apud* Ross *et al.* (2008) no seu clássico trabalho «*A teoria geral do emprego, juros e moeda*», a detenção de disponibilidades numa empresa decorre dos motivos de transação, especulação e precaução (reserva de segurança). O motivo de transação está relacionado com o caixa necessário para pagar as contas, onde se inclui o pagamento de salários, dívidas comerciais, impostos e dividendos. O motivo especulativo é a necessidade de reter caixa de forma a aproveitar possíveis oportunidades vantajosas como por exemplo a descida repentina de preços de produtos, o surgimento de taxas de juros atraentes e ainda, no caso de empresas internacionais, as flutuações favoráveis de câmbio. E por último o motivo de precaução, que nada mais é que a necessidade de manter uma reserva de liquidez como segurança.

Além dos motivos enunciados por Keynes para a detenção de disponibilidades, a literatura recente vem aprofundando o tema, levantando novas questões e expondo outros motivos

para a sua detenção. Amess, Banerji e Lampousis (2015) sem refutar os motivos de agência e de precaução, questionam a sua intensidade na medida em que apesar dos avanços mundiais em tecnologia, e apesar das reformas nos mercados de capitais (permitindo uma melhor gestão de inventários, a melhoria do acesso ao financiamento e instrumentos de cobertura avançados), os níveis de caixa ainda assim vêm aumentando de forma contínua e rápida nas empresas de todo o mundo nos últimos 30 anos. Para os autores o motivo de precaução e de agência explicam a variação do nível de retenção de caixa entre as empresas, mas não explicam adequadamente o porquê das empresas em todo o mundo apresentarem cada vez maiores níveis de caixa nos seus balanços.

Salientam Ross *et al.* (2008) que numa gestão eficiente do FM, o investimento em caixa deverá ser o menor possível, somente ao nível necessário para manter as atividades operacionais diárias de forma eficiente e eficaz.

Brealey *et al.* (2013) por sua vez defendem que o gestor financeiro deverá deter disponibilidades até ao ponto em que o valor da liquidez marginal é igual ao dos juros não recebidos, na medida em que quando se tem apenas uma pequena quantidade da sua riqueza em dinheiro, qualquer quantia adicional pode ser extremamente útil, mas quando se tem uma posse substancial, qualquer liquidez adicional não vale muito.

Já Chan, Lu, e Zhang (2013) investigaram se as restrições financeiras, oportunidades de crescimento, incerteza de fluxos de caixa futuros e a concorrência no mercado de produtos financeiros afetam o valor do investimento em caixa. Documentaram que as empresas com maiores dificuldades no acesso ao crédito têm significativamente um maior valor marginal do investimento em caixa. Isso indica que os investidores valorizam o excesso de tesouraria nas empresas com restrições financeiras no que tange ao acesso ao crédito bancário mais do que nas empresas sem restrições financeiras, levando os autores a concluir que o excesso de tesouraria nem sempre é mau, como muitas vezes mencionado na literatura do investimento em caixa.

Além disso, documentaram os autores que as empresas com taxas de crescimento mais elevadas e com maior nível de incerteza no fluxo de caixa apresentam um maior valor marginal das reservas de caixa. Dado que o financiamento interno tem vantagens de custo claras sobre o financiamento externo neste tipo de empresas, segundo os autores, os investidores deverão ver com bons olhos o excesso de investimento em caixa. Quanto à

concorrência no mercado dos produtos financeiros, os autores encontraram um impacto reduzido no nível de retenção de caixa das empresas.

Outros estudos como Pinkowitz, Stulz e Williamson (2006) estimaram o valor marginal do dinheiro, documentando que a relação entre a detenção de caixa e o valor da empresa é muito mais fraco em países com fraca proteção dos investidores do que nos países com uma forte proteção. Drobetz, Gruninger e Hirschvogl (2010) por sua vez estudaram a relação do valor marginal do dinheiro com o tempo variável de assimetria de informação, chegando à conclusão que a assimetria de informação diminui o valor marginal do dinheiro.

Falando sobre o nível ótimo de caixa a deter pelas empresas, Martinez-sola, García-Teruel e Martinez-solano (2013a) realizaram um estudo verificando o impacto dos níveis de caixa no valor da empresa para uma amostra de empresas americanas industriais entre 2001-2007. Os resultados exibiram uma relação côncava entre os níveis de detenção de caixa e o valor da empresa, verificando-se a existência de um nível ótimo de retenção de caixa que maximiza o valor da empresa. Esse nível estava dependente de especificidades da empresa como: o potencial de crescimento, o acesso aos mercados de capitais, o tamanho e a alavancagem.

Assim a melhor participação de caixa de uma empresa seria o resultado de um *trade-off* entre os custos e os benefícios de detenção de ativos líquidos, de modo a encontrar o nível ideal de investimento em caixa. Dado que a relação verificada era côncava (não linear), os autores concluíram que qualquer desvio do ponto de inflexão (nível ótimo) tem repercussões negativas no valor da empresa.

Maness e Zietlow (2005) salientam por sua vez que quando o saldo de tesouraria for superior ao valor mínimo que a empresa estabeleceu como adequado por uma questão de segurança, o gestor financeiro deve aplicar estes fundos excedentários em títulos e valores mobiliários, ou na amortização da dívida e pagamento de dividendos com o objetivo de aumentar o valor da empresa. Contrariamente, se o saldo de tesouraria se situar abaixo do nível de segurança estipulado é necessário recorrer a um financiamento, tendo especial atenção à tipologia, montante e maturidade do mesmo.

Brealey *et al.* (2013) afirmam que o gestor financeiro deverá manter um equilíbrio entre o custo de manter «existências» em disponibilidades (a perda de juros) e os seus benefícios (a poupança dos custos de transação), ponderando bem as consequências da escolha entre

disponibilidades e títulos de curto prazo. Salientam os autores que se os meios líquidos forem investidos em títulos rendem juros, mas por outro lado, não se paga as faturas da empresa com títulos, e se tiver que os vender de cada vez que paga uma fatura, pode-se incorrer em grandes custos de transação, principalmente em grandes empresas em que os custos de transação de títulos são triviais se comparados com o custo de oportunidade de manter disponibilidades paradas.

Assim fica claro que a gestão do disponível exige uma permanente procura de equilíbrio entre o *trade-off* risco vs rendibilidade, pois quanto maior for o nível de disponibilidades, menor será o risco financeiro, mas simultaneamente, menor será o contributo destes elementos ativos para a rendibilidade total da empresa. É certo que a detenção de grandes «existências» de fundos reduz o risco de ruturas de tesouraria, e assegura o cumprimento de todas as obrigações de curto prazo, garantindo assim o normal funcionamento da empresa. Porém há custos de manutenção de fundos sem movimentação, que resultam da não aplicação destes fundos em títulos negociáveis, pelo que de forma a maximizar o valor da empresa pela contribuição dos fundos líquidos na rendibilidade empresarial, os fundos excedentários devem ser eliminados.

### **2.5.3 Gestão de existências**

As existências compreendem as matérias-primas, produtos em vias de fabrico, ou mercadorias à espera de serem vendidos, constituindo em muitas empresas uma importante fatia do total de ativos de curto prazo.

Tal como a gestão das disponibilidades e a gestão do crédito concedido a clientes (contas a receber), a gestão das existências baseia-se no *trade-off* maximização da rendibilidade vs minimização do risco. Também à semelhança das contas a receber, os níveis de existências dependem consideravelmente das vendas, mas enquanto as contas a receber aumentam depois de serem realizadas as vendas, as existências devem ser adquiridas antes das vendas. Ora isto constitui uma diferença crítica, pois a necessidade de quantificar previamente as vendas antes do estabelecimento dos níveis ideais de inventário torna a gestão de existências uma tarefa complexa (Weston & Brigham, 2000).

Na literatura, as pesquisas relacionando o nível de inventário à performance empresarial têm crescido consideravelmente nas últimas décadas. De entre estes estudos, a ideia mais

aceite é a do paradigma *stock zero*, que associa reduções de inventários com maiores índices de rentabilidade. Segundo este paradigma o inventário é um elemento oneroso, que só se torna necessário por causa de problemas não resolvidos em vários processos do negócio, ou seja, o inventário de exploração não resolve problemas, mas esconde dificuldades (Obermaier & Donhauser, 2012).

Robert W. Hall foi um dos primeiros autores americanos a descrever a política japonesa *just-in-time* (JIT), que é um processo de aplicação prática do paradigma *stock zero*, sendo um caso de grande sucesso e de notoriedade por parte de gestores de todo o mundo aquando do início da sua aplicação. Hall (1983) esclarece que a política *stock zero* não significa que as empresas devem desenvolver a sua atividade literalmente sem inventários, mas em vez disso o *stock zero* indica um nível de perfeição nem sempre atingível num processo produtivo, porém requer um elevado nível de excelência, sendo importante porque estimula a busca pela melhoria constante através da atenção tanto para a tarefa global como para os detalhes minuciosos.

Uma segunda corrente de pesquisa pode ser identificada, examinando os benefícios específicos da aplicação do paradigma *stock zero* e outras tecnologias modernas de fabricação, no desempenho do inventário. Huson e Nanda (1995) por exemplo, estudaram uma amostra de 55 empresas que adotaram o JIT, encontrando evidências dum aumento da rotatividade de inventário após a sua implementação. Além disso, encontraram uma correlação significativa entre melhorias da rotação de inventários e crescentes ganhos por ação. Lieberman e Demeester (1999) por sua vez estudaram 52 empresas japonesas num período decorrente entre o final dos anos 1960 e o início dos anos 1980, lançando luz sobre a ligação entre o inventário e a produtividade. Como esperado do ponto de vista do paradigma *stock zero*, encontraram evidências que as empresas que reduziram o nível de inventário substancialmente foram capazes de melhorar a produtividade do trabalho significativamente.

Mais recentemente, a corrente de pesquisa voltou-se para a relação explícita entre o inventário e o desempenho das empresas. Chen, Frank e Wu (2005) analisaram essa relação numa perspetiva de mercado de capitais, encontrando indícios de que empresas com inventários anormalmente elevados estão associadas a um fraco desempenho no mercado de ações.

Analizando a relação entre o inventário e o desempenho financeiro, Shah e Shin (2007) encontraram evidências de uma melhor performance financeira para as empresas com menores níveis de existências para a indústria transformadora nos EUA no seu todo. Nessa mesma corrente, Capkun, Hameri & Weiss (2009) encontraram uma relação significativa entre níveis de existências mais baixos e a rentabilidade das empresas para uma ampla gama de indústrias nos EUA, ao longo de um período de 26 anos decorridos entre 1980-2005.

Já Elsayed e Wahba (2016) por seu turno, num estudo sobre uma amostra de 84 empresas egípcias cotadas entre 2005 e 2010, desenvolveram uma perspectiva diferente, considerando que a relação nível de inventário e desempenho pode depender da fase de ciclo de vida organizacional. O pressuposto subjacente a este argumento é que as organizações desenvolvem as suas próprias estratégias para caber entre o sistema de inventário e as configurações organizacionais, sendo que o *design* do sistema de inventário não é um processo linear, sendo em vez disso um processo dinâmico que surge e evolui em resposta ao poder e interesses dos *stakeholders*. Então os resultados sugeriram que embora a relação entre os níveis de inventário e o desempenho da organização seja negativa em fase de crescimento inicial e na fase da maturidade, é positiva na fase de crescimento rápido.

Da análise aos diferentes estudos é perceptível que na literatura da gestão de operações predomina o paradigma *stock zero*, que associa menores níveis de inventários com a melhoria da rentabilidade empresarial.

Vale salientar que apesar do tamanho e da importância do investimento em existências, em algumas empresas o controlo efetivo deste não está sob a alçada direta do gestor financeiro, sendo esta função remetida para o gestor de aprovisionamento, o gestor de produção e o gestor comercial. Contudo, segundo Weston & Brigham (2000), mesmo nesses casos o gestor financeiro está vitalmente preocupado com esta componente do ativo corrente, pois tem a responsabilidade de acompanhar fatores que afetam a lucratividade geral da empresa, e como em geral as existências têm uma proporção significativa nos ativos totais, logo um mau controlo prejudicará efetivamente a lucratividade.

#### **2.5.4 Crédito comercial – contas a pagar**

O crédito comercial representa uma fonte de financiamento de curto prazo de natureza informal, dado que as suas condições não estão legalmente definidas, estando a operação de crédito relacionada com um ato comercial (Santos, 2013). Este é obtido através do adiamento de prazos de pagamentos decorrentes de uma transação de bens ou serviços, no decurso da atividade normal das empresas.

Constitui uma forma de financiamento empresarial alternativa às fontes de financiamento clássicas, nomeadamente o crédito bancário, sendo particularmente importante para empresas com acesso limitado a este tipo de mercados. Em Portugal no ano de 2015 o crédito comercial representava em média 16% do total do passivo das SNF. Contudo segundo a análise setorial das SNF 2011-2016 do BdP, em termos líquidos, as SNF em média financiaram os seus clientes numa proporção superior ao obtido junto dos seus fornecedores, tendo sido os setores do comércio, e da agricultura e pesca os únicos a conseguirem um financiamento líquido por esta via.

O uso do crédito comercial é em grande parte influenciado pelo desenvolvimento do sistema legal e financeiro de um país. Referem Maksimovic e Frank (2004) nesta linha, que num país com elevadas imperfeições no sistema financeiro, as empresas podem sofrer limitações no acesso ao financiamento, principalmente as PME's, surgindo assim o crédito comercial como uma fonte alternativa de financiamento.

Uma tese explicativa do surgimento do crédito comercial é a teoria do financiamento. Segundo esta tese, o crédito comercial representa essencialmente uma fonte alternativa de financiamento, surgindo como substituto ou complementar ao crédito bancário (Elliehausen & Wolken, 1993). Esta teoria tem por base os conceitos de racionamento do crédito e da assimetria da informação.

A assimetria de informação surge na medida que o fornecedor muitas vezes tem uma vantagem de informação, monitorização e de controlo ao comportamento da empresa que solicita crédito, dado que geralmente atua numa indústria com estreitos relacionamentos com o setor do seu cliente, sendo que esta especialização por si só produz melhores informações e menos onerosas do que aquelas disponíveis para as instituições financeiras. Assim nesses casos, os fornecedores têm um custo de avaliação de crédito inferior ao das instituições financeiras (Lewellen, McConnell, and Scott *apud* Elliehausen e Wolken,



1993), estando assim mais disponíveis para a concessão de crédito. Por outro lado, o comprador para continuar a ser fornecido tem de pagar as compras anteriores.

Já as restrições de crédito surgem principalmente devido às imperfeições no mercado do crédito bancário. Muitas vezes as empresas consideradas de alto risco financeiro, e principalmente as empresas de menor dimensão encontram grandes dificuldades no acesso ao crédito bancário, dado que os credores recusam ou limitam o montante de crédito a conceder a essas empresas. Então, devido a estas restrições, as empresas recorrem ao crédito comercial como substituto ou complemento ao crédito bancário (Elliehausen e Wolken, 1993).

Gama, Mateus e Teixeira (2009) realizaram um estudo com base num conjunto de PME's portuguesas e espanholas, para o período de 1998-2006, de modo a testar o papel de complementaridade *vs* o papel de substituição do crédito comercial. Os resultados indicaram a existência de restrições no acesso ao crédito entre as PME's analisadas, confirmando assim a hipótese da substituição. Documentaram os autores que o grau de substituição entre o crédito bancário e o crédito comercial era maior nas empresas que mantinham uma relação com um só banco, dado que nesse caso o banco apresentava-se numa posição monopolista, detendo um maior poder de negociação, podendo assim impor custos de crédito mais elevados, sendo a empresa assim obrigada a recorrer a uma fonte alternativa de financiamento.

O estudo também confirmou a hipótese da complementaridade do crédito comercial, que tem o papel de aliviar os constrangimentos de crédito para as empresas afetadas pela assimetria de informação e pelo racionamento de crédito. Por fim os autores documentaram que a hipótese da substituição e da complementaridade não são mutuamente exclusivas, especialmente nas empresas «jovens» e de menor dimensão, sendo que nestas classes de empresas a relação entre a idade e o nível de crédito recebido era positiva.

Salienta-se também que existe uma extensa literatura que relaciona a disponibilidade e a procura por crédito comercial nos períodos de recessão económica. Nilsen (2002) examinou a resposta do crédito comercial aos choques monetários do ponto de vista do canal do crédito bancário nos períodos de recessão económica. O autor considera o crédito comercial como sendo um substituto natural dos empréstimos bancários, documentando que quando os bancos diminuem a oferta de empréstimos provocam um choque monetário,

logo a procura por crédito comercial aumenta. Refere ainda o autor que as pequenas empresas utilizam o crédito comercial numa proporção superior às grandes empresas, dado a maiores dificuldades no acesso a outras formas de financiamento.

Outros estudos como Choi e Kin (2005) e Love, Preve e Sarria-Allende (2007), salientam também que dado a escassez da oferta de crédito por parte das instituições financeiras durante os períodos de recessão económica, as taxas de juro costumam subir, aumentando assim a procura por crédito comercial como substituto do crédito bancário. Porém salientam estes estudos que a disponibilidade do crédito comercial tende a diminuir nesses períodos, dependendo o financiamento por esta via ainda em maior escala, do poder negocial e da reputação das empresas quanto ao cumprimento das suas obrigações de crédito.

Yang (2011) por sua vez, num estudo realizado sobre uma amostra de empresas americanas no período 2006-2009, analisou a relação entre o crédito comercial e o crédito bancário durante o período de crise financeira. O autor documentou que ao contrário das contas a receber, as contas a pagar (crédito comercial recebido) apresentam uma relação negativa com o crédito bancário, ou seja, quando um aumenta o outro diminui, sendo que essa relação era maior nas empresas com maior dificuldade no acesso ao crédito bancário. Documentaram ainda os autores que por um lado a disponibilidade do crédito bancário diminui imediatamente com o início do período da crise, continuando a diminuir nos primeiros tempos após o período de recessão, enquanto que o crédito comercial aumenta tanto no período de crise como no período pós crise.

Para além dos fatores já mencionados, outras determinantes do crédito comercial costumam ser apontados na literatura sobre o tema, nomeadamente a antiguidade, o crescimento do volume de negócios, os níveis de *cash flow* e o setor.

Falando da antiguidade, as empresas no início de suas atividades apresentam um reduzido ou mesmo nulo historial junto das instituições financeiras, recorrendo assim maioritariamente ao financiamento por dívida comercial. Porém, segundo Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2010), dado que estas empresas possuem ainda um vínculo fraco com os seus fornecedores, os níveis de crédito comercial recebido são mais reduzidos, comparativamente com as empresas mais «maduras». Contudo a relação entre a idade e o crédito comercial recebido pode não ser tão linear, na medida que algumas empresas em início de funcionamento podem conseguir níveis elevados de crédito comercial,

principalmente quando iniciem a relação com os seus fornecedores mesmo antes do início das atividades, levando a que os fornecedores tenham acesso a relatórios detalhados sobre os projetos da empresa cliente, dos produtos e da possível carteira de encomendas já negociada (Cuñat, 2007).

Quanto ao fator crescimento do volume de negócios, Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2010) referem que com base na teoria da assimetria de informação, os fornecedores possuem uma maior facilidade para obter informações e monitorizar os seus clientes, de modo que se um cliente apresentar um crescimento do volume de negócios favorável, o fornecedor estará mais disposto em conceder crédito, na medida que a empresa cliente necessitará em princípio de realizar mais encomendas para fazer face à procura crescente de produtos. Nesta linha, Cuñat (2007) no seu estudo encontrou evidências de que empresas recém-criadas, com dificuldades em obter financiamento através de instituições financeiras, mas com altas taxas de crescimento do volume de negócios, são as que mais recorrem e obtém financiamento por dívida comercial.

Relativamente ao *cash flow*, com base na teoria do *pecking order*, as empresas que possuem recursos internos preferem financiar os seus investimentos com esses fundos em vez de recorrer a fontes externas, neste caso o crédito comercial, dado que este último se mostra mais oneroso (Petersen & Rajan, 1997; Garcia-Teruel & Martinez-Solano, 2010). Assim, espera-se que empresas com uma maior capacidade de geração de *cash flows* recorram menos ao uso do crédito comercial.

Mateut, Mizen e Ziane (2011) desenvolveram uma perspetiva diferente, relacionando o crédito comercial com o nível de processamento dos inventários. Encontraram então evidências que empresas com uma maior proporção de inventários processados recebem menos crédito comercial, dado que o vendedor não tem a possibilidade de reaver os bens em caso de incumprimento (estes já se encontram transformados). Então setores como o comércio por grosso e a retalho, onde existe pouca ou nenhuma transformação dos bens adquiridos, recebem mais crédito comercial do que setores industriais, onde há um maior processamento dos *inputs*.

Da análise aos diversos estudos sobre o tema, é notório que são várias as determinantes que incentivam a utilização do crédito comercial pelas empresas, onde podemos destacar a dimensão, o custo do financiamento externo, a conjuntura económica, a assimetria de informação, o setor em que a empresa se insere, os níveis de cash flow, a antiguidade e o

crescimento do volume de negócios. Fica claro também que o principal motivo/vantagem para o uso do crédito comercial é a possibilidade de obter um meio de financiamento alternativo às formas de financiamento clássicas (dívida remunerada), sendo especialmente importante para as empresas de menor dimensão, uma vez que estas enfrentam geralmente maiores dificuldades no acesso ao crédito bancário.

Por último vale salientar que é importante estabelecer um nível sustentável de crédito comercial recebido, evitando situações de incumprimento por falta de pagamento, pois segundo Menezes (2008), apesar do volume de crédito comercial normal recebido dos fornecedores correntes representarem recursos financeiros de exploração que devem ser considerados para a avaliação das NFM de exploração, o volume excessivo de crédito comercial recebido origina custos explícitos, e muitas vezes resulta de problemas financeiros estruturais ou de deficiências de gestão, constituindo elementos passivos de tesouraria.

## **2.6 Equilíbrio financeiro de médio longo prazo - estrutura financeira**

O estudo da situação financeira das empresas envolve dois aspetos distintos: a gestão financeira de curto prazo e a estrutura financeira. A primeira abrange essencialmente a gestão do capital circulante e da dívida a curto prazo, bem como a gestão da tesouraria, ao passo que a estrutura financeira da empresa abrange fundamentalmente a análise e a composição dos capitais permanentes (capitais próprios vs capitais alheios exigíveis a médio longo prazo).

Na verdade estes dois aspetos, apesar de se preocuparem com fenómenos diferentes, estão intimamente ligados, dado que o equilíbrio estrutural da tesouraria apenas se encontrará assegurado quando os capitais permanentes reais se situarem ao nível dos capitais permanentes adequados (Martinez-Sola *et al.* 2013a).

A análise da estrutura financeira está profundamente ligada à problemática do valor, do risco financeiro e do custo de capital de uma empresa. Nesta linha, a estrutura financeira ótima é aquela que por um lado maximiza o valor da empresa e, ao mesmo tempo, minimiza o custo de capital e o risco financeiro. Assim sendo, quando os capitais permanentes reais se situarem próximo do nível adequado, encontrar-se-ão tendencialmente preenchidas as condições ideais para a minimização do risco financeiro e

do custo de capital, fatores estes que influenciam profundamente a autonomia financeira duma empresa e o seu próprio desenvolvimento (Cuñat, 2007).

É universal o reconhecimento da importância primordial das decisões que envolvam os investimentos a serem realizados e a estrutura financeira no crescimento e desenvolvimento das empresas. Porém, apesar de diversos estudos já publicados sobre a matéria, o ponto de equilíbrio do nível ideal de cada componente (capitais próprios e capitais alheios) na estrutura financeira onde é possível maximizar a rentabilidade com o menor risco, é ainda um dos grandes desafios dos gestores financeiros.

### **2.5.5 Estrutura de capital – Teorias**

No âmbito das finanças empresariais a procura por uma estrutura de capital ótima representa um dos temas que mais interesse tem suscitado, facto comprovado pelo surgimento de diversos estudos e teorias explicativas sobre a matéria ao longo dos tempos. Entende-se por estrutura de capital a forma pela qual uma empresa se financia, ou seja, como as fontes de recursos estão distribuídas entre capitais próprios e capitais alheios.

O desafio da procura pela estrutura ótima de capitais tem o objetivo principal de encontrar a combinação ótima entre recursos internamente gerados e recursos alheios que minimize o custo de capital e o risco de incumprimento das obrigações financeiras, e ao mesmo tempo, maximize o valor da empresa para os acionistas/sócios (Silva & Queirós, 2009).

Modigliani e Miller (1958) foram dos pioneiros na investigação sobre as determinantes que influenciam a estrutura de capital das empresas, publicando esse estudo através do artigo clássico «*The Cost of Capital Corporate Finance and Theory of Investment*». Nesse estudo, os autores contrariam a visão tradicional que defendia a existência de uma estrutura de capital ótima, negando a existência de uma combinação ideal entre capitais próprios e capitais alheios que maximiza o valor da empresa e minimiza o custo do capital, alegando que a forma como a empresa se financia é irrelevante para o seu valor e para o custo do capital. O estudo foi desenvolvido num contexto de mercados de capitais perfeitos, caracterizados pela ausência de impostos, inexistência de custos de agência, de falência e de transação, e ainda a inexistência da assimetria de informação.

A investigação de Modigliani e Miller conduziu à obtenção de três proposições:

- Proposição I – Tanto o custo médio ponderado do capital como o valor de mercado das empresas são independentes da estrutura de capital;
- Proposição II - o custo do capital próprio de uma empresa endividada é igual ao custo do capital próprio de uma empresa não endividada, acrescido de um prémio de risco financeiro;
- Proposição III - um investimento só será aceite se a sua taxa de rendibilidade for superior à taxa de desconto adotada pelas empresas, em conformidade com o grau de risco, independentemente da forma escolhida para o financiamento.

Contudo, observando a particularidade dos pressupostos em que o modelo acima exposto se apoia, a simplificação em adotar um mercado de capitais perfeito, verificou-se que apesar da criação de um modelo teórico que concorresse com a visão tradicional, a verdade é que na prática o modelo apresentava algumas limitações.

Na tentativa de ultrapassar essas limitações, os mesmos autores voltaram a publicar um novo artigo em 1963, denominado «*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*», onde reconheceram que a não consideração dos impostos resultava numa falha. Documentaram os autores que as vantagens dos benefícios fiscais do endividamento são maiores do que eles haviam sugerido, reconhecendo que por motivos de ordem fiscal as empresas são motivadas a utilizar o capital alheio na sua estrutura de capital.

Ainda assim, apesar das alterações implementadas no segundo trabalho de Modigliani e Miller, e embora os dois trabalhos proporcionassem uma irrecusável contribuição para o desenvolvimento da teoria da estrutura de capital, segundo Palenzuela e Hidalgo (1990), estes estabelecem proposições que apesar da sua coerência e do seu rigor analítico, não nos proporcionam uma explicação satisfatória das políticas de financiamento observadas no mundo real.

No decorrer das críticas à teoria defendida por Modigliani e Miller, desenvolveram-se diversas outras teorias onde se destacam principalmente a teoria do *trade-off* e a teoria do *pecking order*, sendo as teorias que ainda hoje dominam a discussão sobre a estrutura de capital.

A teoria do *trade-off* foi desenvolvida por Miller (1977), defendendo a existência de uma estrutura de capital ótima que maximiza o valor de mercado das empresas, resultante de

um *trade-off* entre benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira associados ao endividamento.

Assim sendo, esta teoria desenvolve-se assente em duas bases:

- O reconhecimento do endividamento como fator gerador de vantagens para a empresa, resultantes da poupança fiscal, caso a empresa tenha capacidade de produzir resultados que permitam usufruir deste benefício fiscal;
- A noção de que apesar do endividamento produzir vantagens através da poupança fiscal, a partir de um certo nível, o endividamento leva a uma elevação do risco de insolvência financeira da empresa e, consequentemente, dos custos de insolvência, influenciando negativamente o valor da empresa.

Segundo Mira e Garcia (2003), o endividamento possibilita também o surgimento de custos de agência da dívida, resultantes da relação conflituosa entre acionistas e credores, incluindo, entre outras fontes, os gastos em que incorrem os credores com a vigilância dos acionistas, com o intuito de salvaguardar os seus interesses.

Para Antão e Bonfim (2008), as principais conclusões desta teoria sobre o nível de endividamento estão relacionadas com a rendibilidade das empresas, sendo que esta terá um impacto positivo sobre o rácio de endividamento devido a três razões:

- Em primeiro lugar, à medida que a rendibilidade aumenta, os custos de falência diminuem, possibilitando que as empresas acumulem níveis de dívida mais elevados;
- Em segundo lugar, segundo DeAngelo e Masulis (1980) *apud* Antão e Bonfim (2008), as empresas mais lucrativas enfrentam taxas de imposto mais elevadas do que as empresas menos lucrativas, sendo que esta tributação assimétrica faz com que as empresas mais lucrativas tenham níveis de dívida mais elevados, devido à existência de maiores benefícios fiscais;
- E por último, as empresas mais lucrativas tendem a ter maiores fluxos de caixa após a realização de todos os projetos de investimento lucrativos (*free cash flow*), de modo que o endividamento torna-se necessário na medida em que gera a necessidade de cumprimento de obrigações financeiras (pagamentos de dívida), que por sua vez é importante para monitorizar e limitar as ações do gestor, através da redução do excesso de dinheiro em caixa.

Este último ponto decorre dos modelos da teoria de agência de Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986), que consideram que na medida em que os interesses dos acionistas e dos gestores não se encontram alinhados, nas empresas mais lucrativas os gestores tendem a utilizar os *free cash flow* em benefício próprio, existindo uma maior probabilidade de desperdiçá-los em bônus ou em maus investimentos.

Segundo a teoria do *trade-off*, para além da rendibilidade, uma outra característica das empresas que ajuda a explicar a procura por rácios ótimos de endividamento é a tangibilidade dos ativos. Então, espera-se que os custos de falência sejam inferiores em empresas que possuam mais ativos tangíveis, pois estes podem ser utilizados como garantia na contratação de dívida, por oposição às empresas que possuam mais ativos intangíveis. Para além disso, a existência de despesas de amortização ajuda a explicar porque algumas empresas apresentam um menor rácio de endividamento, dados que estas despesas resultam em benefícios fiscais.

Outra das argumentações de maior relevo no que diz respeito à estrutura de capital é a teoria do *pecking order* desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Esta tese, ao contrário da teoria do *trade-off*, rejeita que as empresas procurem uma estrutura de capital ótima que maximize o seu valor. Antes disso, a teoria do *pecking order* declara que as empresas obedecem a uma hierarquia de preferências aquando da escolha das suas fontes de financiamento.

Desta forma a escolha da composição da estrutura de capital obedece a seguinte disposição:

- Autofinanciamento;
- Financiamento através do recurso a capitais alheios;
- Financiamento através da emissão de capital.

Assim as empresas preferem financiar seus investimentos numa primeira instância com recursos internos (*cash flow* operacional, retenção de dividendos, lucros acumulados etc.). No caso de tais recursos serem insuficientes para financiar a totalidade dos projetos financeiros, as mesmas recorrem ao financiamento externo para cobrir a necessidade de capital, e só em última instância, face à insuficiência de fundos gerados internamente e do financiamento através de recurso a capitais alheios, as empresas recorrem ao financiamento através da emissão de novas ações.



A teoria do *pecking order* é sustentada pela teoria da assimetria de informação, que defende a existência de uma assimetria entre as informações detidas pelos gestores e aquelas disponíveis para o mercado em geral. Então geralmente os gestores contam com informações privilegiadas sobre o valor dos ativos da empresa, a característica dos seus retornos e as oportunidades de investimento, informações estas que nem sempre são divulgadas para o conhecimento dos investidores, dos credores e do mercado em geral, de modo que as ações das empresas tendem a ser imperfeitamente avaliadas pelo mercado em termos de valor. Assim, ao necessitar de recursos, as empresas não devem optar por emitir ações, já que as mesmas poderão ser subvalorizadas pelos investidores, que não dispõem de informações suficientes para definir o seu preço justo.

Myers (1984) constatou ainda que as empresas mais rentáveis são as que recorrem menos ao financiamento externo, documentando a partir daí que as empresas com rendibilidades elevadas tendem a ter baixos níveis de capitais alheios, dado que os fluxos gerados internamente são suficientes para financiar os seus investimentos. Por outro lado, as empresas com rendibilidades baixas e cujos fluxos gerados não são suficientes para financiar os seus investimentos, apresentam níveis de endividamento superiores, financiando os seus investimentos através de recursos externos.

Assim sendo, a principal contribuição da teoria do *pecking order* consiste na identificação de uma ordem de fontes de financiamento adotada pelas empresas, resultante da existência da assimetria da informação. Em outras palavras, o facto dos *insiders* e o mercado possuírem informações diferentes sobre as empresas, faz com que as mesmas optem por seguir uma hierarquia de fontes de financiamento para que a assimetria de informação não seja prejudicial à organização (Matias, 2007).

Embora existam teorias diversas a cerca da estrutura de capital das empresas como podemos constatar ao longo deste subcapítulo, a realidade e o comportamento das empresas nem sempre conseguem ser explicadas convenientemente pelas teorias financeiras, de forma que não há um consenso geral sobre esta matéria em termos teóricos. Apesar disso, salienta-se que as diferentes teorias aqui mencionadas vieram fornecer uma importante contribuição para o desenvolvimento das investigações sobre a estrutura de capital, acabando por complementarem-se umas às outras, como teremos a oportunidade de confirmar no próximo ponto.

### 2.5.6 Decisões das empresas portuguesas sobre a estrutura de capital

A estrutura de capital das empresas representa um tema vasto e que suscita grande interesse pela sua investigação em todo o mundo. Em Portugal este interesse não é diferente, existindo vários estudos que propõem-se em identificar as principais determinantes da estrutura de capital das empresas portuguesas, sendo que alguns testam a aplicabilidade prática das teorias do *trade-off* e do *pecking order*.

Nesta linha, Antão e Bonfim (2008) utilizando dados provenientes da central de balanços do BdP relativos ao período entre 1990 e 2007, analisaram as decisões das empresas portuguesas relativas à sua estrutura de capital, avaliando em que medida as decisões de endividamento nessas empresas seguem as previsões do modelo *trade-off* e/ou do modelo *pecking order*.

Os autores utilizaram duas estratégias empíricas distintas. Primeiramente foi estimada uma regressão simples de dados em painel, utilizando como variável dependente o rácio de endividamento das empresas, e como variável explicativa o rácio *Cash flow*/Ativos, testando assim algumas previsões da teoria do *pecking order*. Utilizando ainda um conjunto extenso de variáveis de controlo, os resultados evidenciaram uma correlação negativa altamente significativa (em termos estatísticos) entre o *cash flow* e o rácio de endividamento, confirmando que as empresas com mais fundos internos disponíveis tendem a recorrer em menor escala ao financiamento externo do que as restantes empresas, em linha com o defendido pela teoria do *pecking order*. Salienta-se que os resultados encontrados eram os mesmos quando tidos em conta a dimensão e a idade das empresas, reforçando assim a sua validade.

Em segundo lugar foi utilizada uma abordagem complementar de modo a testar as previsões do modelo do *trade-off*. Assim os autores estimaram modelos de ajustamento parcial, para analisar em que medida as empresas convergem para um rácio de endividamento ótimo. Os resultados obtidos confirmaram a existência de uma forte convergência para níveis ótimos de endividamento. A velocidade de ajustamento exibida pelas empresas portuguesas foi de 0,61, o que significa que todos os anos estas ficam 61% mais próximas do seu rácio de endividamento ótimo. Verificou-se ainda que por classes de dimensão eram as micro e pequenas empresas a convergirem mais rapidamente para o nível ótimo de endividamento (0,75), enquanto que as grandes empresas apresentavam uma menor velocidade (0,33).

Apesar de tanto as previsões do modelo *pecking order* como do modelo *trade-off* terem sido validadas neste estudo como explicativas da estrutura de capital das empresas portuguesas, os autores consideram que os resultados obtidos não são necessariamente contraditórios, podendo refletir decisões tomadas pelas empresas tendo em conta diferentes horizontes temporais.

Estes resultados estão em linha com os achados de Silva (2012) que desenvolveu uma análise comparativa sobre as determinantes da estrutura de capital das PME's e das grandes empresas portuguesas, confirmando as previsões do modelo do *pecking order* tanto para as pequenas como para as grandes empresas, e ainda encontrando fortes indícios da teoria do *trade-off*, o que levou o autor a concluir que estas teorias se assumem como complementares, dado que de forma isolada não conseguem explicar a estrutura de capital das PME's e das grandes empresas portuguesas.

O estudo incidiu sobre uma amostra de 466 PME's e outra de 408 grandes empresas, durante um período de análise compreendido entre 2005 e 2009. O endividamento foi uma das medidas utilizadas para medir o capital alheio presente na estrutura de capital das empresas da amostra, sendo que encontraram-se evidências de que para as grandes empresas as principais determinantes da estrutura do capital são as variáveis risco de negócio, dimensão, rentabilidade e crescimento, enquanto que para as PME's o risco do negócio e a rentabilidade eram as principais determinantes da estrutura de capital.

Abrantes (2013) foi mais um investigador a documentar que a teoria do *trade-off* e do *pecking order* complementam-se na explicação das fontes de financiamento das empresas portuguesas. Num estudo sobre as determinantes da estrutura de capital das PME's do setor da hotelaria, onde foi utilizada como metodologia de investigação o modelo de dados em painel, os resultados evidenciaram que as insuficiências do financiamento interno são relevantes para a explicação das variações no endividamento das PME's do setor, sendo que estas empresas financiam os seus investimentos com base na ordem hierárquica defendida pelo modelo *pecking order*.

Por outro lado, o autor observou a existência de uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento, e ainda entre a dimensão e o endividamento, sugerindo que um maior nível de colaterais associados aos ativos tangíveis, e a redução da probabilidade de falência em consequência da dimensão das empresas, poderão contribuir para um aumento do nível de endividamento. Assim sendo, os autores sugerem que a probabilidade

de falência é um aspeto fundamental na explicação do financiamento das PME's do setor da hotelaria, conforme o previsto pela teoria do *trade-off*.

Então os resultados empíricos obtidos levaram o autor a concluir que as decisões da estrutura de capital aproximam-se das previsões do modelo *pecking order*, não deixando de ter um comportamento financeiro em conformidade com as assunções da teoria do *trade-off*.

Verifica-se assim a existência de diferentes estudos que propõem-se a atestar as proposições das teorias do *trade-off* e do *pecking order* nas decisões de financiamento das empresas portuguesas, sendo que a maioria delas aponta estas teorias como sendo complementares e não necessariamente divergentes. Deste modo, conclui-se que dificilmente uma teoria financeira consegue de forma isolada explicar o comportamento do nível de endividamento das empresas, sendo que para a compreensão desta problemática, é necessária a consideração do contributo de cada uma das diferentes teorias.

## **2.5.7 O endividamento das SNF portuguesas**

As empresas portuguesas encontram-se frequentemente sobre-endividadas, sendo que regra geral estas apresentam níveis de passivo na sua estrutura financeira superiores às suas congéneres europeias. Em 2014 o endividamento do setor privado em Portugal, medido pelos passivos das contas consolidadas das SNF e particulares, foi de 189,6% do PIB, o nono mais elevado da União Europeia, situando-se acima do limiar de endividamento definido no *Macroeconomic Imbalances Procedures* (MIP), de 133% (Synek, 2015). Tendo em conta somente as SNF, verifica-se para o mesmo ano que estas tinham um endividamento em percentagem do PIB de 108,1%, valor que por si só está próximo do limiar total estabelecido pela Comissão Europeia (CE), sendo o remanescente da responsabilidade dos particulares.

Para Ferrão (2012) os fatores determinantes desse excessivo endividamento podem estar relacionados com diferentes aspetos de entre os quais se destaca os problemas de agência, como são definidos em Jensen e Meckling (1976), que muitas empresas possivelmente enfrentam quando têm a necessidade de recorrer a novas fontes de financiamento. Nesta linha, o mesmo autor faz menção aos resultados da investigação realizada por Kim e Sorensen (1986), que observaram que as empresas com uma maior proporção de capital

detido internamente eram aquelas que mais recorriam ao passivo financeiro, precisamente pelo facto de serem confrontadas com maiores custos de agência de capital próprio, no caso de decidirem pela abertura do capital.

Aos aspetos acima mencionados soma-se ainda o facto do grande dinamismo do setor financeiro português e do peso modesto do mercado de capitais na economia portuguesa, fazendo com que o recurso ao endividamento seja porventura a solução mais óbvia, logo após esgotados os fundos internamente gerados, em consonância com o exposto na teoria do *pecking order*.

Da análise ao quadro seguinte podemos constatar a débil situação financeira das empresas portuguesas, caracterizadas principalmente pelo excessivo endividamento e pela insuficiência dos resultados operacionais.

Quadro 1: Estrutura financeira das SNF Portuguesas

Indicadores (em percentagem)	Média					
	Anos	Q1	Q2	Q3	Aparada	Agregado
Autonomia Financeira	2010	0,16	24,25	58,28	20,50	30,18
	2011	-2,83	24,35	59,89	17,66	29,67
	2012	-7,04	23,68	60,36	13,36	29,09
	2013	-7,62	24,02	60,65	11,96	29,63
	2014	-7,93	25,45	62,39	10,88	29,53
	2015	-6,63	27,09	64,20	11,43	31,80
EBITDA/ Volume de negócios	2010	-3,75	5,23	14,69	2,76	11,77
	2011	-7,75	4,37	13,79	0,09	8,47
	2012	-11,78	3,45	12,66	-2,63	8,01
	2013	-8,65	4,26	14,31	-0,34	8,94
	2014	-7,35	4,87	15,86	1,00	8,85
	2015	-4,21	5,57	16,69	3,01	10,74

Fonte: Adaptado de Ferrão (2012:13)

Ao observarmos o Quadro 1 e particularmente a evolução do rácio EBITDA/VN, verifica-se uma clara degradação das condições de exploração das empresas portuguesas (com o seu pico em 2012). A capacidade de gerar *cash flow* operacional é reduzida, tornando-se assim mais difícil o pagamento de juros e impostos, e ainda a amortização dos empréstimos junto das Instituições Financeiras. Em 2015 a situação melhorou relativamente aos anos transatos, porém a performance operacional média das empresas portuguesas ainda é insatisfatória.

Relativamente à autonomia financeira, verifica-se que a mediana dada pelo quartil 2 nos seis anos em análise ronda os 25%, o que é um rácio reduzido. Se tivermos em conta a média aparada (11,43% em 2015), a situação é ainda mais preocupante, face ao reduzido peso dos capitais próprios na estrutura de capitais das empresas portuguesas. Outra realidade alarmante exposta no Quadro 1 corresponde ao facto do quartil 1 apresentar valores muito reduzidos, sendo mesmo negativos a partir de 2011. Ora o quartil 1 representa o valor central da primeira semissérie da distribuição, correspondendo ao valor que se situa acima de 25% dos rácios da distribuição. Conjugando estas informações é fácil concluir que ao longo dos últimos anos e de forma consecutiva mais de 25% das SNF portuguesas apresentam capitais próprios negativos, o que equivale a dizer que estão tecnicamente falidas.

Segundo os estudos da central de balanços no âmbito da análise setorial das SNF, em 2015 29% das SNF portuguesas apresentavam capitais próprios negativos. Esta situação era registada por 31% das microempresas, mas apenas 5% das grandes empresas. A nível setorial os valores mais preocupantes estavam no setor do comércio e outros serviços (31% em ambos os casos), merecendo ainda destaque a situação crítica do subsector do alojamento e restauração e similares onde a taxa sobe para 49%.

Porém não é de hoje que parte significativa das SNF são financiadas totalmente por capitais alheios, sendo que entre 2008 e 2012 cerca de 26% das empresas registaram capitais próprios negativos. Segundo informações da análise setorial do BdP 2012-2013, 49% das empresas com capitais próprios negativos no ano de 2006 cessaram atividade nos seis anos seguintes, sendo que só 17% conseguiram inverter a situação e passaram a ter capitais próprios positivos, o que leva a concluir que grande parte das sociedades que atualmente apresentam capitais próprios negativos tenderá a encerrar a sua atividade ao longo dos anos seguintes.

Outro facto ainda a realçar do estudo é que 19% das empresas com capitais próprios negativos em 2012 já estavam nesta situação desde 2006. Geralmente estas situações decorrem de anos consecutivos de acumulação de prejuízos ao nível de resultados líquidos, não conseguindo as empresas gerar rendimentos suficientes para suportar a manutenção da sua atividade, o que contribui para agravar o nível negativo dos capitais próprios.

Face ao excessivo endividamento das empresas portuguesas e à diminuição da disponibilidade de crédito sobretudo após a implementação do programa de ajustamento financeiro da Troika, as SNF têm sido obrigadas a reduzir o uso do passivo financeiro.

Segundo informações da Central de Responsabilidade de Crédito do BdP, os empréstimos concedidos pelas instituições de crédito (IC) residentes às SNF tem diminuído continuamente nos últimos anos, representando no final de junho de 2016 apenas 75,4% do valor observado no final de 2011 (Figura 2). A desalavancagem das empresas portuguesas é notória, porém ela é feita de forma lenta. Segundo Ferrão (2012), uma das razões para essa lenta desalavancagem é a pouca dinâmica do mercado de capitais português, implicando que a reorganização financeira seja necessariamente um processo vagaroso.

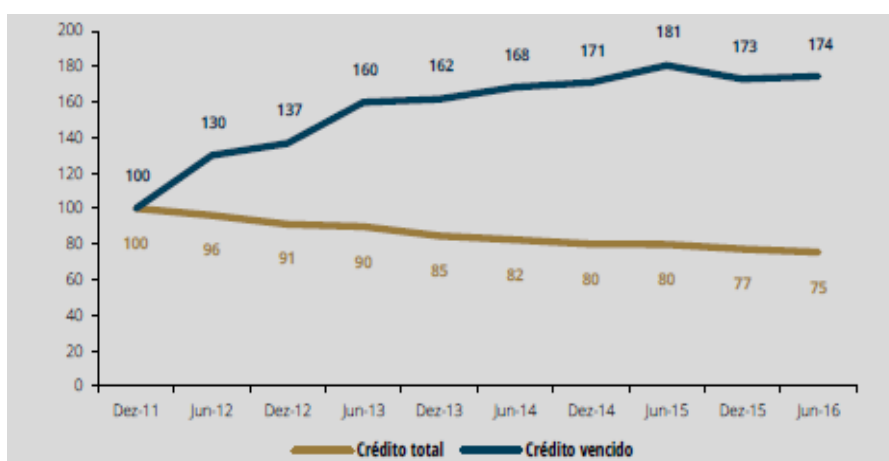


Figura 2: Evolução do financiamento obtido junto de IC residentes e respetivo crédito vencido

**Fonte:** Análise setorial das SNF em Portugal 2011-2016, Estudos da central de balanços.

As PME's representam o grupo dimensional responsável por mais de metade do crédito das empresas (50,9%). As microempresas por sua vez detinham 35,2% do crédito concedido por IC residentes (dados de junho de 2016), sendo que as grandes empresas eram responsáveis pela menor fatia do crédito (13,9%). Segundo a análise setorial das SNF em Portugal do BdP, esta repartição permaneceu relativamente estável ao longo dos últimos anos.

Sendo responsáveis por mais de metade do crédito concedido às empresas, as PME's representam também a classe dimensional que mais tem contribuído para a desalavancagem das SNF portuguesas nos últimos anos. As grandes empresas por sua vez vêm apresentando um processo de desalavancagem muito mais lento, tendo inclusive os

empréstimos concedidos a esta classe dimensional aumentado em alguns períodos durante os últimos anos.

Apesar da evidente desalavancagem, a qualidade do crédito medido pelo rácio de crédito vencido tem deteriorado nos últimos anos, expondo a situação de grandes dificuldades financeiras que atualmente enfrentam boa parte das empresas portuguesas (Figura 2). De acordo com a informação da Central de Responsabilidades de Crédito do BdP, este rácio ascendeu a 16,7% no final de junho de 2016, que compara com 7,2% no final de 2011 (4,8% em 2010), traduzindo-se numa clara degradação da qualidade do crédito.

Por classes de dimensão eram as microempresas a apresentarem o maior rácio de crédito vencido (25,8%), traduzindo-se em maiores dificuldades em cumprir com as obrigações financeiras decorrentes de empréstimos contraídos junto de IC. As PME's apresentavam um rácio de 13,7%, enquanto que as grandes empresas detinham a menor percentagem de incumprimento (4,3%). O aumento do nível de incumprimento é generalizado a todas as classes dimensionais, já que em 2010 o rácio de crédito era de 7,8%, 3,7% e 1,0% para as microempresas, PME's e grandes empresas respetivamente.

É de se realçar ainda que o desendividamento do setor não financeiro privado não encontra correspondência no setor não financeiro público. Se é verdade que o caminho de desendividamento das empresas portuguesas continua, também é de se destacar que o crédito total à economia portuguesa aumentou de 640 mil milhões em 2010 para 711 mil milhões em julho de 2016 (Figura 3). O desendividamento conseguido pelas empresas privadas portuguesas, de 435 mil milhões para 405 mil milhões, foi compensado por um aumento do endividamento do setor público de 204 mil milhões para 306 mil milhões, ou seja, o esforço de liquidação de dívidas das empresas à banca foi anulado por um aumento ainda maior de crédito às instituições públicas.



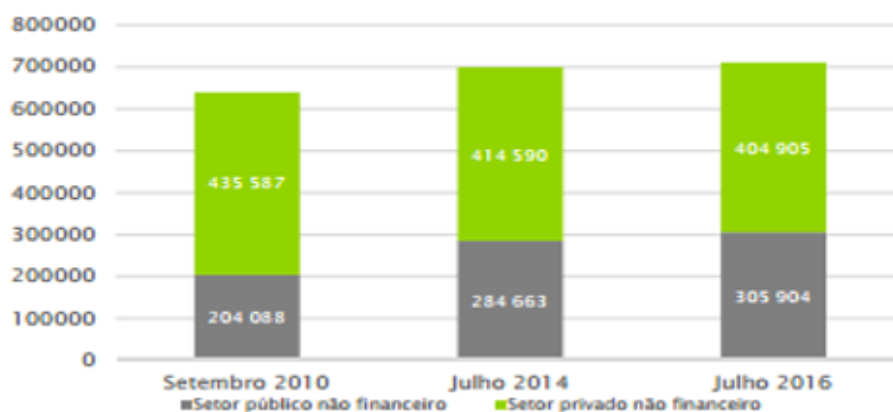


Figura 3: Dívida total das SNF (milhões de euros)

**Fonte:** Carmona (2016), Missão crescimento.

Verifica-se assim que a «torneira de crédito» está fechada desde o eclodir da crise da dívida soberana essencialmente para as empresas de menor dimensão (microempresas e PME's), dado que quando analisados os dados das grandes empresas, e principalmente do setor público não financeiro, observa-se que a realidade é um tanto diferente.

Segundo a análise da CE no âmbito do MIP *apud* Synek (2015), o elevado nível do endividamento empresarial em Portugal pode constituir um grande entrave à rentabilidade das empresas, à aceleração do produto potencial e estabilidade financeira do país, mediante o impacto de um grande número de créditos malparados no balanço dos bancos e a elevada exposição ao setor não financeiro. A desalavancagem operada no setor privado português foi enquadrada no tipo «ativa» (de acordo com os critérios da CE), relativamente bem sucedida mas não finalizada, dado que a necessidade de prosseguimento de desalavancagem e de reajustamento dos balanços das SNF ainda é elevada, e vai continuar a condicionar a atividade económica atual e as perspetivas para os próximos anos.

Assim sendo, conclui-se que o processo de desalavancagem das SNF em curso, face ainda aos excessivos níveis de endividamento, está longe de estar concluído. Salienta Synek (2015) que é necessário continuar com os esforços de ajustamento feitos até o momento, de modo a corrigir importantes desequilíbrios macroeconómicos, permitindo uma maior solidez futura do setor bancário, e tendentes a contribuir para uma melhoria da qualidade dos seus ativos e o regresso consolidado de uma rentabilidade positiva.

## 2.7 Conjuntura económica

A conjuntura económica portuguesa nos últimos anos tem sido de recessão económica de um modo geral, caracterizado por uma clara desalavancagem dos bancos e consequentemente dos restantes agentes económicos privados, com particular incidência nas PME's e no crédito ao consumo dos particulares.

A crise da dívida soberana teve o seu início em meados de 2009, resultando de desequilíbrios que foram criados e aprofundados ao longo dos anos devido ao excessivo endividamento do estado português. Porém salienta-se que a crise económica e financeira não é apenas uma crise do Estado, dado que tanto o Estado como as empresas e os particulares atingiram um nível de endividamento muito grande, que se tornou deste modo dificilmente sustentável.

Segundo Ferrão (2012) as entidades financeiras percebendo o aumento do risco sistémico, não deixaram de reagir conforme o esperado, aumentando as taxas de juro por forma a refletir nas taxas os seus receios e as suas perspetivas de risco acrescido relativamente aos novos empréstimos. As empresas portuguesas, à semelhança de outros agentes económicos, começaram a pagar pelo fraco *rating* da República Portuguesa, sendo que esta situação veio castigar principalmente as PME's que deveriam ser os motores do desenvolvimento económico.

Este cenário levou a que o Governo português se visse obrigado a efetuar um pedido de assistência económica e financeira junto de entidades internacionais (FMI, BCE, CE), o que culminou com a celebração de um conjunto de acordos com as referidas entidades, tendentes a corrigir os desequilíbrios vigentes na economia portuguesa.

Após a celebração desses acordos, os bancos foram obrigados a adotar políticas de concessão de crédito mais seletivas, na medida em que passaram a ter que respeitar indicadores de risco mais conservadores. Synek (2015, p.9) refere no seu estudo que «Entre as principais exigências destinadas ao setor bancário, citam-se o reforço de capitais próprios e de provisões para o crédito em risco, determinando o aumento da solvabilidade, e por outro lado a melhoria da liquidez e do seu financiamento visando assegurar o regresso a valores positivos dos rácios de rentabilidade».

Inevitavelmente as empresas passaram a ter maiores dificuldades no acesso ao crédito (principalmente as PME's) e a pagar mais caro por esse crédito. Constatou Ferrão (2012) no seu estudo que as empresas portuguesas, quer as pequenas e médias, quer as grandes,

estão a passar por um período de significativa desigualdade ao nível do custo do capital, quando comparado com as suas congéneres da zona euro. Tornando-se mais elevado o custo do capital, o investimento tende a baixar porque menos projetos conseguem ultrapassar o limiar da viabilidade. Neste contexto, menos capacidade existe para fazer crescer a economia e gerar emprego.

Todo este movimento no sentido de corrigir os desequilíbrios na economia portuguesa tem colocado uma enorme pressão no consumo privado e no investimento exatamente no sentido inverso. Isso mesmo fica patente na análise ao Quadro 2, referente à evolução do PIB e suas componentes. Após um ligeiro aumento do PIB em 2010 (1,9%), deu-se quedas sucessivas na atividade económica nos três anos seguintes, caracterizados por uma forte retração do consumo público, do consumo privado e principalmente do investimento.

Quadro 2: Evolução do PIB e suas componentes

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PIB	1,90%	-1,80%	-4,00%	-1,10%	0,90%	1,60%
Consumo Privado	2,40%	-3,60%	-5,50%	-1,20%	2,30%	2,60%
Consumo Público	-1,30%	-3,80%	-3,30%	-2,00%	-0,50%	0,80%
Formação bruta de capital fixo	-0,90%	-12,50%	-16,60%	-5,10%	2,30%	4,50%
Exportações	9,50%	7,00%	3,40%	7,00%	4,30%	6,10%
Importações	7,80%	-5,80%	-6,30%	4,70%	7,80%	8,20%

**Fonte:** Banco de Portugal e INE

Já mais recentemente deu-se a conclusão da intervenção externa na economia portuguesa (em 2014), porém não significando que os desequilíbrios macroeconómicos que marcaram o seu desempenho na última década estejam ultrapassados, em particular no que tange ao excessivo endividamento. Segundo informações da análise setorial das SNF em Portugal 2011-2016 do BdP, se a nível mundial a economia cresceu a um ritmo similar ao do ano anterior, a Zona Euro por sua vez registou sinais de recuperação, tendo a economia portuguesa acompanhado esta tendência. Pela primeira vez desde 2010 deixou de registar crescimento económico negativo (crescimento de 0,9p.p em 2014).

Observando o Quadro 2, verifica-se que com a exceção do consumo público (redução de 0,5%), todas as componentes do PIB tiveram uma evolução positiva. O consumo privado registou um crescimento de 2,3% (depois de uma redução de 1,2% em 2013), resultado

segundo a análise setorial das SNF em Portugal 2011-2016 do BdP, do alívio do ajustamento dos níveis de despesa e endividamento das famílias portuguesas registado em anos anteriores. A formação bruta de capital fixo aumentou em 2,3p.p em 2015, interrompendo um período de três anos consecutivos de constante variação negativa deste indicador do nível de investimento no país. As exportações por sua vez, apesar de terem apresentado uma variação positiva de 4,3%, apresentaram uma desaceleração relativamente ao ano anterior (crescimento de 7,0% em 2013), ao passo que as importações (aumento de 7,8%), pelo contrário, registaram uma aceleração face ao observado em 2013 (4,7%).

Os dados de 2015 apontam à continuidade da recuperação da atividade económica em Portugal. O PIB cresceu em 1,6p.p (0,7p.p acima da variação verificada no ano anterior), sendo que todas as suas componentes apresentaram uma variação positiva. Destaca-se ainda o aumento do consumo público que pela primeira vez no horizonte temporal em análise apresentou uma evolução positiva, bem como a formação bruta do capital fixo que cresceu em 4,5%, dando continuidade ao crescimento apresentado em 2014, em contraste com os anos anteriores.

Apesar dos sinais de recuperação económica dada pela evolução do PIB e das suas componentes, ainda são diversos os desequilíbrios macroeconómicos que persistem na economia portuguesa.

Em 2015 a CE no âmbito do MIP realizou uma análise a 26 países da união (Grécia e Chipre foram excluídas por estarem sujeitos a programas de ajustamento macroeconómico), onde concluíram existirem desequilíbrios em 16 estados membros. Numa escala de 1 a 6, correspondendo o nível 1 à ausência de desequilíbrios e o nível 6 a uma situação de desequilíbrios excessivos com a ativação do Procedimento dos Desequilíbrios Excessivos, Portugal foi incluído no lote de países com maiores desequilíbrios macroeconómicos (juntamente com a França, Itália, Croácia e Bulgária), situando-se no nível 5, correspondente a situação de desequilíbrios excessivos que requerem acompanhamento específico e atuação política decisiva (Synek, 2015). Dos 14 indicadores analisados pelo MIP, Portugal apresenta desequilíbrios em 7, onde se pode destacar o desemprego, o endividamento do setor privado e o endividamento do setor público.

### 3. ESTUDO EMPÍRICO

#### 3.1 Questões de investigação

Com base no estudo teórico desenvolvido durante a revisão da literatura, e de modo a verificar para o presente estudo a existência ou não de concordância com os enunciados de estudos prévios como Abrantes (2013), Aktas *et al.* (2014), Baños-Caballero *et al.* (2013b), Deloof (2003), Hill *et al.* (2009), Love *et al.* (2007), Mota (2013), Nilsen (2002), Pais (2014), Yang (2011), e Myers (1984), apresentamos as seguintes questões de investigação a responder no decorrer da análise económica e financeira aos setores de atividade a estudar:

**Questão 1:** Existe uma conexão entre a melhoria dos indicadores de eficiência na gestão do FM e a evolução positiva dos indicadores de rendibilidade?

**Questão 2:** Uma maior velocidade de conversão de caixa (menor CCC) pode ser associada a melhores níveis de tesouraria?

**Questão 3:** Em períodos de recessão económica, caracterizados por uma maior incerteza de vendas e pelo aumento da probabilidade de dificuldades financeiras, as empresas adotam geralmente políticas mais agressivas/eficientes na gestão do FM?

**Questão 4:** As empresas de menor dimensão usam geralmente políticas mais agressivas na gestão do FM?

**Questão 5:** As empresas de menor dimensão recorrem em maior proporção ao uso do crédito comercial como fonte de dívida comparativamente às empresas de maior dimensão?

**Questão 6:** Em períodos de recessão económica há um aumento da utilização do crédito comercial como fonte de financiamento alternativa ao crédito bancário?

**Questão 7:** Existe uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento, e entre a dimensão das empresas e o endividamento?

Pretende-se no fim do estudo empírico, estar-se em condições de poder dar resposta a cada uma das questões acima mencionadas.

### **3.2 Objetivos**

O objetivo geral do presente estudo é de desenvolver uma análise económica e financeira aos quatro setores de atividade escolhidos, tendo em conta as questões de investigação levantadas, de modo a perceber em que condições de exploração operaram as empresas dos ditos setores nos últimos anos, e por forma a averiguar qual foi a evolução dos setores em termos de rendibilidade e endividamento no período compreendido entre 2010 e 2015.

De forma mais específica, é objetivo do estudo empírico testar todas as questões de investigação descritas no ponto 3.1, de maneira a confirmar se as proposições enunciadas em estudos prévios citados durante a revisão da literatura se verificam para o presente estudo. Essas questões relacionam-se essencialmente com um possível impacto da eficiente gestão financeira de curto prazo na performance operacional, as determinantes da política de gestão do FM, as determinantes do crédito comercial e as determinantes do endividamento.

### **3.3 Relevância dos setores analisados**

O presente estudo incide essencialmente em quatro setores de atividade: indústria do calçado, indústria do vestuário, setor do alojamento e setor da restauração e similares.

Após consultar informações da análise setorial das SNF em Portugal 2010-2015 do BdP, verificou-se que em 2015 o setor industrial era o segundo mais relevante em termos de volume de negócios, sendo responsável por 26% dos mesmos nas SNF em Portugal, só ultrapassada pelo setor comercial (38%).

Dentro do setor industrial, optou-se pela análise particular da indústria do calçado e da indústria do vestuário, por serem setores que evidenciaram um notável crescimento nos últimos anos, contrariando a tendência de decréscimo do volume de negócios e das rendibilidades evidenciada em média no agregado das SNF em Portugal, motivado principalmente pela conjuntura de crise económica e financeira vivida no país a partir do ano de 2009.

Salienta-se também que as indústrias transformadoras (onde se incluem a indústria do calçado e do vestuário), segundo dados da INE representavam em 2012 o grupo setorial com a maior proporção de empresas de elevado crescimento (empresas com pelo menos 10 trabalhadores remunerados, que apresentem taxas de crescimento médias anuais do volume

de negócios ou do número de trabalhadores superiores a 20% durante três anos consecutivos), sendo que a indústria do vestuário dentro da indústria transformadora era a atividade com maior peso por número de EEC (15,7%). Já a indústria do calçado apesar de ser um setor de menor dimensão (em termos de número de empresas), destacava-se em termos de proporção de EEC, sendo que em 2011, segundo dados da análise setorial da indústria do calçado do BdP, 14% das empresas do setor eram EEC, valor superior ao apresentado pelo agregado das SNF no mesmo ano (8%).

Ademais, pode-se referir o facto de que as exportações representam a única componente do PIB a apresentar uma evolução constantemente positiva durante os últimos seis anos (2010-2015), sendo que segundo as projeções do BdP, à semelhança do que vem acontecendo nos últimos anos, o crescimento da economia portuguesa continuará a ser maioritariamente impulsionado pela sua evolução a par do aumento da procura interna. Ora os setores do calçado e do vestuário representam indústrias viradas claramente para a exportação, sendo que o primeiro exporta 98% da sua produção, enquanto que o segundo exporta 82% do total que produz. Então, desse ponto de vista também é interessante analisar a evolução dos indicadores económico-financeiros destes setores dado que estão incluídos no leque de setores exportadores que têm funcionado como o motor da recuperação da atividade económica em Portugal.

Mediante o exposto, as indústrias do calçado e do vestuário suscitaram alguma curiosidade, de forma a desenvolver um estudo mais aprofundado tendente a analisar as principais causas desta evolução inversa á verificada na maioria dos setores de atividade em Portugal e a compreender de melhor maneira, a realidade económica e financeira destes setores.

Sob outra perspetiva e relativamente aos setores do alojamento e da restauração e similares, sublinha-se que segundo o plano estratégico nacional do turismo 2013-2015, o turismo é um setor estratégico em Portugal, com uma crescente relevância na economia, constituindo-se como um dos motores do desenvolvimento social, económico e ambiental a nível regional e nacional. Um estudo do Conselho Mundial de Viagens e Turismo que analisou o impacto económico do setor em 184 países com base em dados de 2013, avançou que enquanto o contributo do turismo para o PIB é de 5,8% em Portugal, na Europa é de 3,1%, e no mundo é de 2,9%.

No emprego direto, o contributo do turismo é de 7,2% sobre o total, acima dos 3,1% que se registam em média nos países europeus e dos 3,4% em termos globais. Já nas exportações,

medidas através dos gastos dos visitantes (incluindo as despesas com transportes), o contributo é de 19,6% face ao total do comércio internacional. Uma percentagem superior à que se verifica na Europa (5,3%) e no mundo (5,4%). Por último quanto ao contributo para o investimento, o estudo evidenciou que a relevância deste setor para o investimento é quase três vezes superior aos contributos médios registados no mundo: 12,5% em Portugal, contra 4,6% na Europa e 4,4% em termos globais.

Posto isto, dentro do setor do turismo, decidiu-se analisar o setor da restauração e similares e o setor do alojamento que constituem pilares basilares do setor do turismo, constituindo conjuntamente os dois setores, segundo dados da análise do setor do turismo do BdP, 71% do número de empresas e 75% do número de pessoas em serviço. Estes dois subsectores vêm sendo desafiados nos últimos anos a consolidar a competitividade pelo ajustamento dos seus negócios, sobretudo devido à queda da procura interna verificado nos últimos anos, em consequência da diminuição do poder de compra das famílias portuguesas.

A recente crise económica e financeira internacional teve um efeito negativo sobre o setor do alojamento e o setor da restauração e similares, sendo que ambas deterioraram-se quer a nível de volume de negócios quer a nível das rendibilidades. A situação financeira destes setores é precária, estando grande parte das empresas em situação de sobre-endividamento, sendo que quase metade (49%) das empresas do setor do alojamento e restauração e similares (aqui conjuntamente) apresentam capitais próprios negativos, ou seja, estão tecnicamente falidas.

Salienta-se ainda que segundos dados da análise setorial da consultora BDO, conjuntamente o setor do alojamento e restauração representavam em 2015 o terceiro setor a empregar o maior número de trabalhadores em Portugal (8% do total) só atrás do setor do comércio por grosso e a retalho (21%) e do setor da construção (9%).

Então pela relevância do setor na economia portuguesa, quer em termos de números de empresas (cerca de 85 mil) quer pelos postos de trabalho que assegura, e pela atual situação financeira das suas empresas, achou-se relevante a realização de uma análise mais aprofundada por forma a melhor compreender as causas das rendibilidades negativas apresentadas no período 2010-2015, e a examinar a sua débil situação económica e financeira.



### **3.4 Metodologia de trabalho**

Todos os dados utilizados no estudo empírico foram recolhidos nos quadros do setor da central de balanços do BdP, que reúne um conjunto de indicadores económico-financeiros por setor de atividade económica e por classe de dimensão, de acordo com os conceitos contabilísticos subjacentes ao SNC.

Fazendo uso da possibilidade de recolha de dados por classes dimensionais (micro, pequenas, médias e grandes empresas), serão exploradas as questões mencionadas anteriormente que enunciam a dimensão das empresas como sendo uma determinante ativa da política de FM, do volume de crédito comercial recebido e do endividamento.

Salienta-se que os quadros setoriais do BdP, para os diversos indicadores económico-financeiros, disponibilizam a média aparada e a média ponderada.

A média aparada corresponde ao valor médio do rácio após a exclusão dos valores extremos da distribuição dos resultados individuais das empresas do agregado. Os valores excluídos previamente ao cálculo deste indicador correspondem a 10% do total das observações, sendo 5% retirados dos valores mais elevados e outros 5% retirados dos valores mais baixos.

A média ponderada representa por sua vez o rácio do agregado, e é calculada a partir do rácio entre o somatório do valor individual do numerador do rácio, e o somatório do valor individual do denominador do rácio de todas as empresas pertencentes à população.

Optou-se para o presente estudo a utilização da média aparada dado que esta é calculada a partir do rácio individual das empresas, enquanto a média ponderada é gerada a partir das demonstrações financeiras com os valores médios do setor. Além disso a média aparada descarta valores extremos, evitando o enviesamento dos dados que muitas vezes está presente na média ponderada. Então os rácios contidos nos gráficos de evolução anual referentes aos indicadores económicos e financeiros a analisar correspondem à média aparada.

Após a recolha de dados, procedeu-se à elaboração de gráficos de modo a facilitar a leitura e análise da evolução dos indicadores económico-financeiros nos seis anos em estudo. Privilegiou-se essencialmente a análise comparativa e da tendência, verificando a propensão de evolução positiva ou de deterioração dos indicadores económico-financeiros, e comparando as tendências entre os setores de atividade selecionados, destes para com o

agregado das SNF portuguesas, e ainda entre as diferentes classes de dimensão constituintes de cada setor, tentando assim responder as questões de investigação mencionadas no ponto 3.1.

### **3.5 Relevância dos indicadores económicos e financeiros recolhidos**

Para a realização do estudo foram recolhidos dados relativos a indicadores de atividade (PMP, PMR, PMI e CCC), de liquidez (TL), da gestão do FM (NFM/VN), de rendibilidade (EBITDA/A, ROA e RCP) e de capacidade e estrutura financeira (autonomia financeira, Financiamentos obtidos/EBITDA, e custo dos financiamentos obtidos) para um período de seis anos compreendidos de 2010 a 2015.

Como exposto na revisão da literatura são diversos os investigadores que elegeram ao longo dos anos nos seus estudos, os indicadores de exploração como medida ideal da gestão eficiente do FM. A grande maioria dos estudos documentaram um impacto direto da gestão do FM sobre a rendibilidade e a liquidez (Aktas *et al.* 2014; Baños-Caballero *et al.* 2013b; Deloof, 2003; Enqvist *et al.* 2014; Mota, 2013; Pais, 2014), associando a diminuição do CCC e dos seus componentes (PMR e PMI) com a prossecução de melhores índices de rendibilidade.

Pires e Rodrigues (2004) no seu estudo sobre a informação financeira relevante no saneamento financeiro das empresas, também elegeram os rácios de eficiência do ativo, nomeadamente o PMR e o PMI, como integrante de um leque de indicadores que podem suportar a análise das situações de declínio financeiro e de insolvência.

Para medir o índice médio de liquidez de cada setor utilizamos a TL. Este indicador quando comparada com outros indicadores de liquidez (LG e LR nomeadamente) é um indicador mais fiável e completo, demonstrando que o equilíbrio financeiro resulta da coerência das políticas estratégicas e políticas operacionais das empresas. Deste modo são vários os autores que reconhecem a TL (por relacionar o nível de FM com as NFM) como o indicador que quantifica e caracteriza de uma forma mais rigorosa a definição de equilíbrio financeiro (Menezes, 2008; Neves, 2012; Breia *et al.* 2014).

Uma das questões de investigação descritas no ponto 3.1 fala sobre as políticas de gestão do FM, relacionando-as com outros fatores como a dimensão e a conjuntura económica de crise. De forma a definir a política de gestão do FM das empresas e a avaliar o seu

comportamento nos últimos anos utilizamos o rácio NFM/VN, propondo que quanto menor for o valor do rácio, mais agressiva são as empresas na gestão do seu FM. A utilização deste rácio vem em seguimento dos estudos de Hill *et al.* (2009), que utilizam este rácio como medida das políticas de FM no seu estudo sobre as determinantes do comportamento das NFM operacionais.

Para a análise da evolução do recurso ao crédito comercial durante o horizonte temporal em estudo, foram utilizadas as médias anuais do rácio Contas a pagar de curto prazo/Total do ativo. A construção deste rácio para a análise do crédito comercial recebido vem em seguimento dos estudos de Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2010) e de Santos (2013) que utilizam o mesmo indicador nos seus estudos sobre as determinantes do crédito comercial.

No que respeita à performance em termos de geração de retornos, foi avaliada a partir dos rácios de rentabilidade (ROA e RCP), dado que são indicadores extensamente divulgados pela literatura, pela sua capacidade de exprimir a aptidão na geração de retornos pelas empresas a partir do investimento em ativos, e a partir da utilização dos capitais próprios respetivamente.

Como indicador de rentabilidade utilizamos também o rácio EBITDA/Ativos, na perspetiva de poder encontrar sinas que sugiram uma possível associação entre a diminuição dos prazos de atividade (CCC particularmente) e o aumento do desempenho operacional dado pelo rácio em questão. A utilização deste rácio vem em seguimento do trabalho de Mota (2013), que utiliza o rácio como indicador de rentabilidade no seu estudo sobre o impacto da gestão financeira de curto prazo sobre a performance operacional.

Na perspetiva de analisar as condições de exploração corrente dos diferentes setores, recolhemos os dados relativos ao custo de financiamento médio de cada setor de atividade. O custo dos financiamentos obtidos elucida o custo médio a partir do qual as empresas financiam-se no mercado, permitindo em comparação com a rentabilidade do ativo, perceber se existem ou não condições de equilíbrio de exploração corrente nas empresas dos setores a analisar. De acordo com Pires e Rodrigues (2004), na análise da situação financeira das empresas, principalmente quando estas se encontram em situações de declínio financeiro e de risco de insolvência, um dos procedimentos mais frequentes é a comparação entre a capacidade do conjunto dos ativos em gerar retornos e o custo de financiamento suportado pelas empresas para assegurar a estrutura de funcionamento assente nesses ativos. Esta apreciação biunívoca entre a rentabilidade do ativo e o custo do

capital permite ter uma referência muito importante sobre a existência, ou não, da viabilidade financeira empresarial.

Por último, e por forma a avaliar a capacidade e estrutura financeira das empresas escolheu-se dois indicadores: a autonomia financeira, e o rácio Financiamentos obtidos/EBITDA.

A autonomia financeira é um indicador amplamente divulgado pela literatura, pela sua capacidade em demonstrar por um lado o grau de dependência face a capitais alheios, e por outro lado a capacidade de financiamento dos ativos com recurso aos capitais próprios. A sua utilização tem o objetivo principal de avaliar o nível de endividamento dos diferentes setores e das diversas classes dimensionais, de modo a proceder a uma análise comparativa.

O rácio Financiamentos obtidos/EBITDA por sua vez é um indicador de alavancagem financeira que permite conhecer em que condições (prazo) as empresas podem satisfazer os seus compromissos financeiros. Permite aquando do plano de viabilização, definir qual o tempo necessário (aproximado) para a satisfação dos compromissos financeiros assumidos em face das condições de geração do *cash flow*. Este indicador da capacidade financeira é frequentemente utilizado nas análises setoriais das SNF portuguesas do BdP.

Espera-se que a análise dos indicadores económico-financeiros acima mencionados nos forneça informações suficientes de forma a poder responder a todas as questões de investigação mencionadas no ponto 3.1.

### **3.6 Condicionamentos à análise económica e financeira**

Os dados recolhidos para este estudo têm origem nas demonstrações financeiras individuais no âmbito da informação empresarial simplificada (IES). De acordo com a estrutura conceptual do SNC, as demonstrações financeiras de uma empresa têm o papel de informar acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações da posição financeira de uma entidade que seja útil a um vasto leque de *stakeholders* para a tomada de decisões económicas.

Neste âmbito Brealey e Myers (2010) *apud* Antão e Peres (2016) salientam que a análise financeira é muitas vezes vista como um mecanismo para revelar o que está oculto nas

informações contabilísticas, porém, não é por si só uma bola de cristal. Na verdade, a leitura estática em termos absolutos das demonstrações financeiras, mesmo que através dos rácios económico-financeiros, não permite de forma isolada obter uma análise completa e crítica sobre a situação de uma entidade quanto à sua atividade, capacidade e estrutura financeira, rendibilidade e risco.

Para contornar esse facto, neste trabalho a análise aos rácios económico-financeiros é realizada sobretudo em termos comparativos, sendo efetuada uma avaliação longitudinal e crítica a cerca das informações recolhidas. Segundo Correia (2014), é sobretudo nestes moldes que a análise económica e financeira através de rácios assume a sua mais correta utilidade, não sendo razoável que os *stakeholders* se limitem a efetuar uma análise estática e isolada dos indicadores económico-financeiros, mas antes sim observar a evolução dos referidos indicadores ao longo do tempo, efetuando comparações com outras empresas do setor. Sublinha ainda que a análise destes indicadores dá-nos, acima de tudo, indícios (e não conclusões), pelo que devem ser complementados por outras técnicas (tais como a análise de fluxos) e, se necessário, pelo recurso a fontes de informação complementares.

Outros cuidados relacionam-se com a possível distorção da informação no caso de alterações às políticas contabilísticas. Como documenta Peres (2014, p.53) no seu estudo «A utilização de critérios fiscais para o cálculo de amortizações, depreciações e imparidades de contas a receber podem provocar distorções materiais na correta expressão dos ativos e resultados».

Nesta linha Gonçalves (2017) no seu estudo sobre a fraude de relato financeiro, apresenta o «Triângulo da fraude» de Cressey que exhibe de forma gráfica as três principais condições que incentivam as empresas a distorcer a informação financeira divulgada para os *stakeholders*.



Figura 4: Triângulo da fraude

**Fonte:** Gonçalves (2017), «Fraude de relato financeiro»

O primeiro vértice representa a necessidade financeira sentida que induz as empresas a distorcerem a informação financeira. Um estudo da PricewaterhouseCoopers (2009) intitulado «*The Global Economic Crime Survey*» documentou a existência de um maior risco de fraude durante os períodos económicos de crise, referindo que o aumento de incentivos/pressões constituíam o principal motivo duma maior distorção da informação financeira. Os fatores que mais contribuiriam para o aumento das pressões/incentivos seriam: objetivos financeiros mais difíceis de atingir, medo de perder o emprego e o facto da remuneração dos gestores estar indexada ao desempenho financeiro.

Quanto ao segundo vértice representa a oportunidade apercebida, nomeadamente a inexistência ou ineficácia dos controlos e a maior capacidade dos gestores derrogarem os controlos. Segundo o estudo da PricewaterhouseCoopers (2009), o aumento das oportunidades para cometer fraude durante os períodos de recessão económica está relacionado com a redução do pessoal, resultando no enfraquecimento do controlo interno, em consequência da redução da segregação das funções e da menor monitorização das transações e atividades suspeitas.

O terceiro e último vértice, por sua vez, simboliza a justificação, estando relacionado com a atitude de certos gestores e com um conjunto de valores éticos que lhes permite distorcer intencionalmente as informações financeiras divulgadas.

Breia (2013) *apud* Antão e Peres (2016) sugere um conjunto de indicadores de alarme que podem ser identificados através de uma leitura crítica das informações contabilísticas, revelando possíveis distorções nas informações financeiras. De entre os sinais de alarme propostos pelo autor podemos destacar os seguintes:

- Taxas excessivamente reduzidas de depreciação/amortização de ativos, de provisões ou de imparidades relativamente ao ano anterior e/ou ao conjunto do setor de atividade;
- Instabilidade nos critérios de depreciação/amortização de ativos;
- Fortes aumentos ou reduções não justificados de provisões/imparidades de um ano para o outro;
- Impostos diferidos ativos referentes a perdas que estão sujeitas a declarações fiscais e ausência de evidência clara de adoção de medidas apropriadas para reestruturação que permita a recuperação dessas perdas.

Essas ações provocam distorções que, em muitos casos, são materialmente relevantes na informação prestada, fazendo com que a análise isolada dos indicadores económico-financeiros resulte em avaliações muitas vezes equivocadas. Segundo Pires e Rodrigues (2004) a informação financeira prestada pela maioria das empresas não cumpre com a ordem normativa estabelecida a nível nacional e a nível internacional, agravando-se pelo facto de que em Portugal só uma minoria das empresas serem auditadas, o que implica a necessidade de proceder a ajustamentos de conformidade e substantivos, com vista a obter uma informação financeira paralela à informação contabilística, garantindo-se assim uma avaliação mais adequada e rigorosa da situação financeira das empresas.

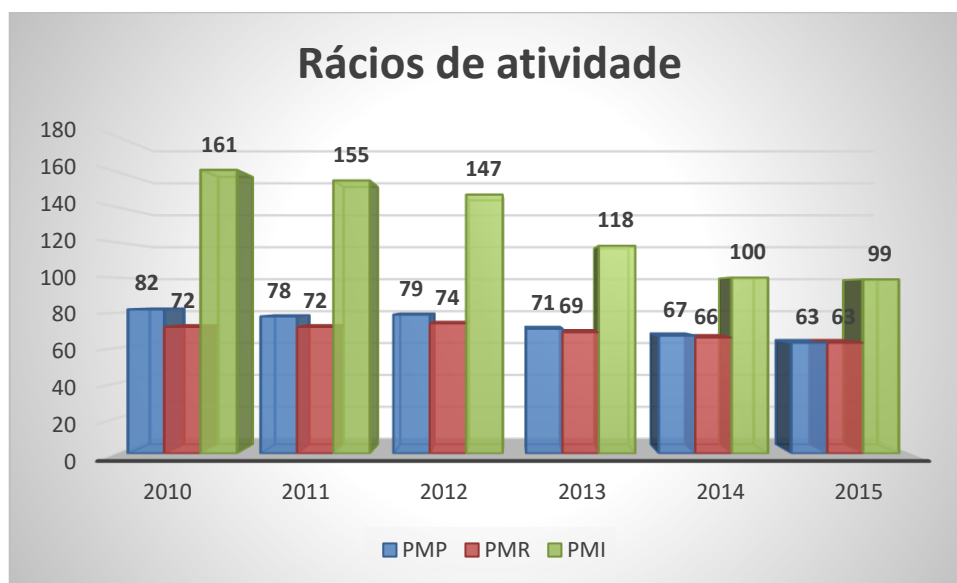
Dada a impossibilidade de se proceder a esses ajustamentos no presente trabalho, pelo motivo de as demonstrações financeiras serem referentes a grupos setoriais e não a empresas individuais, sempre que possível as indicações dadas pela análise dos rácios económico-financeiros serão complementadas por outras informações recolhidas junto de fontes diversas como as análises setoriais do BdP, análises promovidas por outras instituições (consultoras de negócios), e análises das próprias associações setoriais.

### 3.7 Análise dos indicadores económico-financeiros

#### 3.7.1 Indústria do vestuário

Iniciemos o estudo à indústria do vestuário pela análise dos rácios de atividade. Estes apresentam uma tendência geral de decréscimo durante todo o período em análise, indicando uma melhoria média nas empresas do setor quanto ao nível de eficiência da gestão dos ativos e passivos de curta duração.

Gráfico 1: Rácios de atividade - Indústria do vestuário



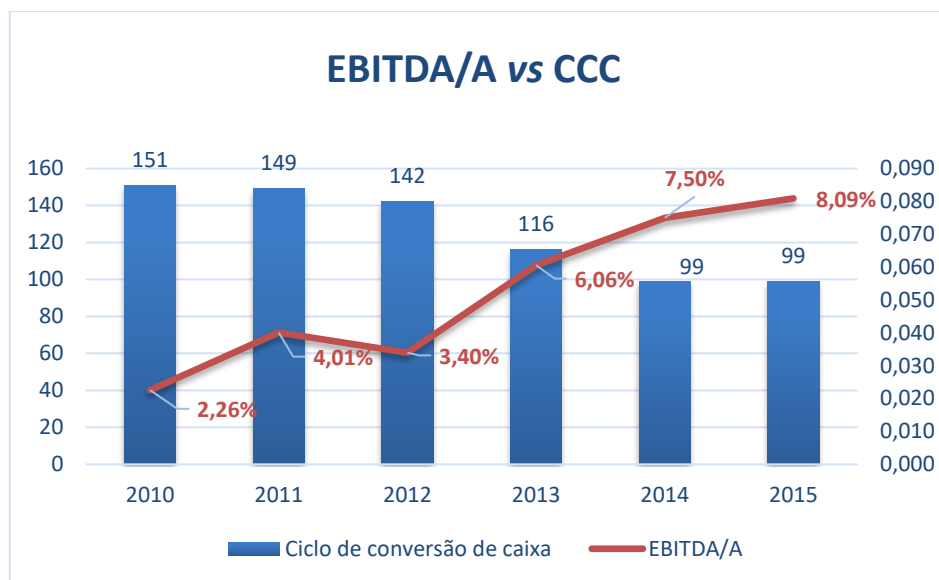
O PMP da indústria do vestuário era de 82 dias em 2010, variando ligeiramente nos dois anos seguintes até começar a apresentar um decréscimo mais acentuado a partir de 2013. Na mesma linha o PMR também varia ligeiramente nos primeiros anos, começando a decrescer a partir de 2013 até atingir o mínimo do período em análise de 63 dias no último ano.

Contudo foi o PMI o indicador de atividade que mais diminuiu nos seis anos em análise. Em 2010 o PMI era de 161 dias, sendo que ao longo dos anos seguintes esta média foi diminuindo até atingir o mínimo no período em análise de 99 dias no último ano. A diferença de 2010 para 2015 é de 62 dias, indicando uma melhoria na eficiência de gestão das existências nas empresas da indústria do vestuário, e uma maior capacidade para escoar a produção, pois em 2015 o inventário levava em média menos 62 dias para ser escoado, comparativamente ao ano de 2010.



A evolução do PMP, PMR e PMI ao longo deste período veio beneficiar a média do CCC do setor, traduzindo-se numa maior velocidade de conversão das compras a fornecedores em caixa.

Gráfico 2: Evolução EBITDA/A vs CCC – Indústria do vestuário



O CCC diminuiu durante todo o horizonte temporal analisado. Para esta diminuição contribuiu principalmente a diminuição do PMI, que reduz consideravelmente durante os seis anos em estudo, sugerindo que as empresas do setor em média conseguem escoar as suas existências em um menor tempo. As vendas médias do setor evoluíram positivamente durante todo o horizonte temporal em estudo, sendo que o PMR manteve-se estável em igual período, embora houvesse uma leve descida nos últimos dois anos. Isso sugere uma melhor gestão das contas a receber, pois as vendas aumentaram sem que se desse a acumulação de contas a receber, as vendas vão se traduzindo em entradas de meios monetários líquidos em um menor tempo.

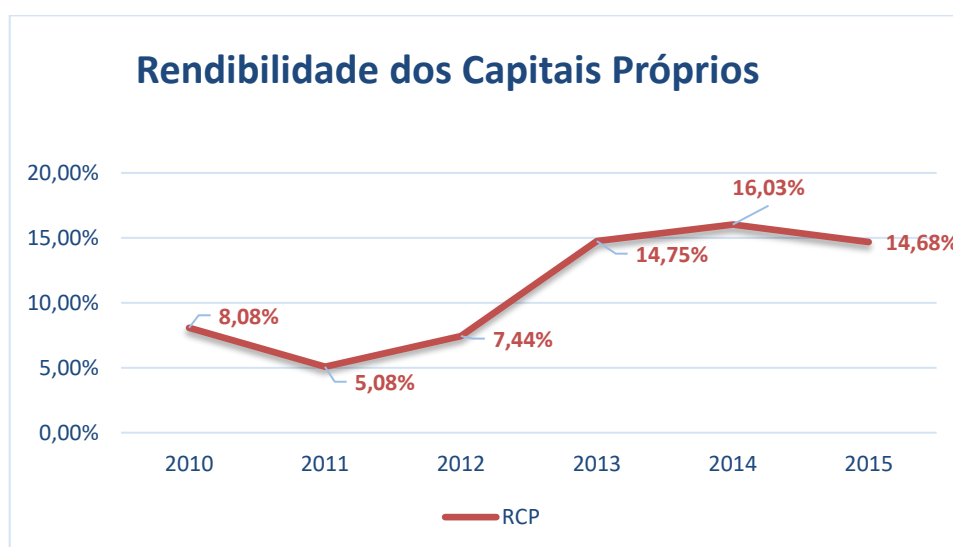
Tudo o acima exposto, em comunhão com outros fatores, veio contribuir para a melhoria da rentabilidade operacional das empresas do setor, expressa no rácio EBITDA/A. Pela análise da evolução deste rácio, é possível observar uma clara melhoria durante o período em análise. Após um ligeiro decréscimo em 2012, o rácio EBITDA/A quase que duplicou em 2013 em média nas empresas do setor, continuando a sua evolução positiva nos anos seguintes até atingir um máximo do período em análise de 8,1% em 2015.

O comportamento oposto entre os dois indicadores acima analisados, nomeadamente a tendência de decréscimo do CCC e o aumento do rácio EBITDA/A durante o período em

análise, sugere que a melhoria na gestão do FM do setor, dada pela diminuição do desfasamento temporal existente entre a aquisição de existências e o recebimento de vendas efetuadas, e todos os benefícios daí decorrentes, teve um impacto positivo na performance operacional das empresas do setor. Isso está em linha com estudos como Deloof (2003), Baños-Caballero *et al.* (2013b), Mota (2013), e Aktas *et al.* (2014), que documentaram uma relação negativa entre o CCC e as medidas de rendibilidade, associando a melhoria na eficiência da gestão do FM com o incremento da performance operacional.

Quanto à RCP média do setor, verifica-se através do Gráfico 3 que esta apresentou uma tendência geral de melhoria no horizonte temporal em análise, sugerindo que a melhoria da performance operacional indicada pela evolução positiva do rácio EBITDA/A teve um efeito positivo sobre a rendibilidade dos fundos próprios investidos. Apesar dos dois rácios apresentarem uma tendência de melhoria, o comportamento destes não foi uniforme durante todos os anos do período em análise.

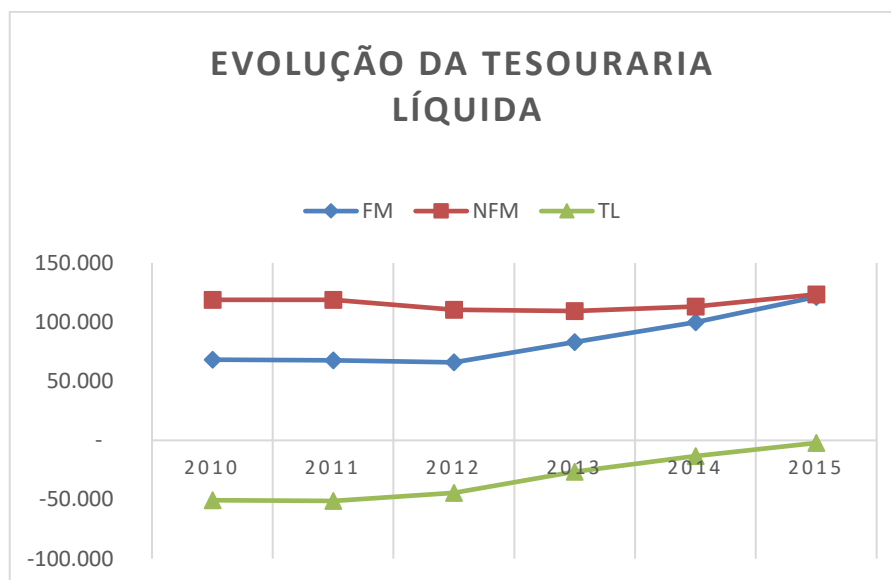
Gráfico 3: Evolução RCP – Indústria do vestuário



Pela análise da evolução do rácio RCP, é possível observar uma clara melhoria principalmente a partir de 2012. Após um decréscimo de 3p.p na média da RCP em 2011, esta começou um ciclo crescente que atingiu o seu pico em 2014 (16,03%), terminando o ano de 2015 em 14,68% de média de RCP. Embora a RCP média do setor tenha diminuído em cerca de 1,5p.p no último ano, ainda assim apresentava um valor bem superior ao verificado em 2011, o que indica uma melhoria da rendibilidade média verificada nas empresas do setor.

No gráfico seguinte podemos observar a evolução da TL média do setor nos últimos anos, bem como a dos seus componentes (FM e NFM).

Gráfico 4: Evolução da tesouraria líquida – Indústria do vestuário



Numa primeira análise ao gráfico verifica-se que a TL é negativa em todos os anos, porém apresenta uma evolução constantemente positiva (à exceção de 2011 em que se dá uma ligeira descida), indicando a melhoria das empresas do setor em termos de liquidez.

Nota-se que apesar do FM médio do setor ser constantemente positivo, as NFM são ainda maiores, de modo que o FM não é suficiente para cobrir as necessidades do ciclo operacional, sugerindo assim uma falta de adequação das políticas estratégicas às políticas operacionais das indústrias do vestuário.

Contudo essa situação vem se alterando, dado que o desequilíbrio estrutural de tesouraria vem diminuindo significativamente, caminhando em direção a valores positivos de TL. Essa melhoria acontece não tanto pela diminuição das NFM mas sim pela maior adequação do nível de FM às NFM, permitindo assim uma maior cobertura das necessidades do ciclo de exploração e uma melhoria da TL.

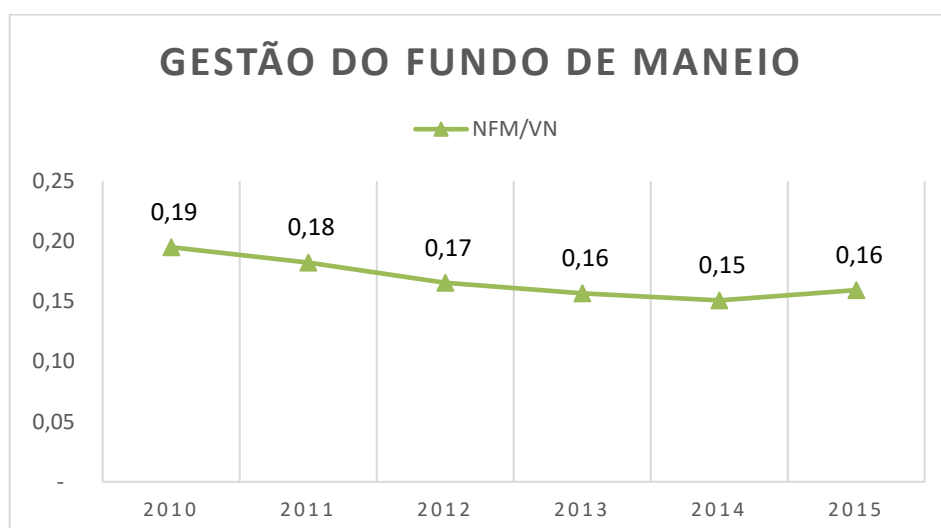
Salienta-se ainda que a melhoria dos níveis médios de liquidez das indústrias do vestuário sugerido pela evolução constantemente positiva da TL no horizonte temporal em análise coincide com uma constante diminuição do CCC, como demonstrado anteriormente no Gráfico 2. Esse comportamento inverso vai em linha com estudos como Richards and Laughlin (1980) e Hill *et al.* (2009), que documentaram que a melhoria das condições operacionais dada pela diminuição do CCC constitui um fator positivo na prossecução de

melhores condições de tesouraria. Isso acontece dado que a diminuição do CCC traduz geralmente uma maior rotação do inventário e uma maior rapidez no recebimento do valor das vendas, o que *ceteris paribus* certamente impulsionará a TL das empresas.

Pela análise da evolução do rácio NFM/VN também é possível chegar a conclusões interessantes. Aqui o primeiro objetivo é verificar se o aumento da volatilidade das vendas e da probabilidade de dificuldades financeiras incentiva as empresas a adotarem políticas mais agressivas/eficientes na gestão do FM.

O grau de agressividade das políticas de gestão do FM é nos dado pelo rácio NFM/VN. Então, quanto menor for o rácio maior é a agressividade das empresas na gestão dos seus ativos e passivos correntes.

Gráfico 5: Gestão do FM – Indústria do vestuário



Observando o gráfico, verifica-se que o rácio NFM/VN diminuiu durante todo o horizonte temporal em análise. Em 2010 o rácio era de 0,19, sendo que decresceu ano após ano até atingir um mínimo de 0,15 em 2014. No último período o rácio teve um ligeiro aumento, terminando o ano de 2015 nos 0,16.

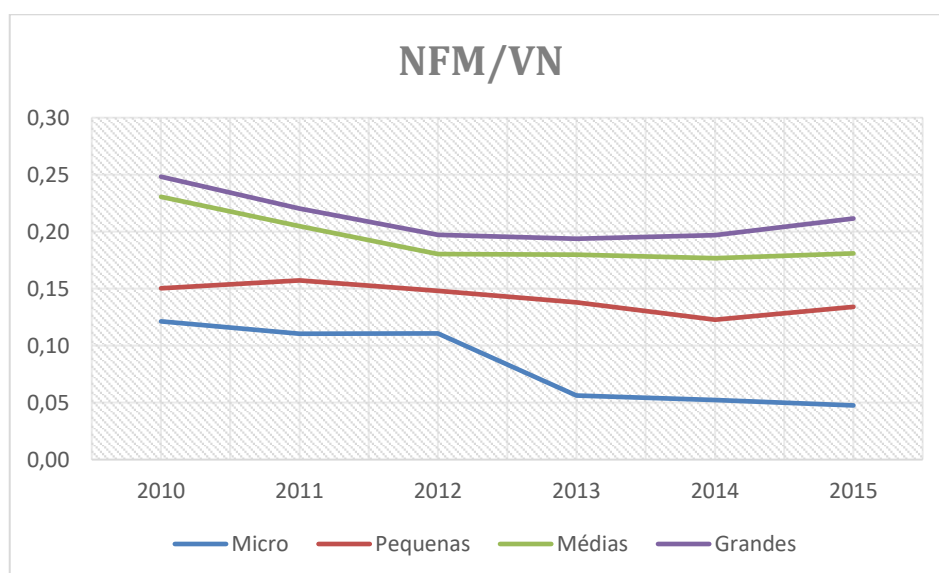
Ora isto propõe que as empresas da indústria do vestuário em média passaram a adotar políticas mais agressivas/eficientes na gestão do FM durante o horizonte temporal analisado, em linha com os enunciados de Hill *et al.* (2009) que consideram que em períodos de recessão económica, quando as vendas se tornam mais voláteis, e a probabilidade de dificuldades financeiras é maior, as empresas tendem a adotar políticas mais agressivas/eficientes na gestão do FM.

Esta estratégia passa principalmente por uma maior restrição à concessão de créditos a clientes, minimizando assim a possibilidade de haver incobráveis e recebendo mais rapidamente o valor das vendas, e também pela redução do nível de inventário, diminuindo o investimento neste. Por outro lado, as empresas tendem a aumentar o uso do crédito comercial de forma a financiarem o seu ciclo de exploração, e a fazerem face às dificuldades no acesso a outras formas de financiamento (nomeadamente o crédito bancário).

Salienta-se também que a maior eficiência na gestão do FM também é sugerida pela evolução do PMI (como constatado anteriormente no Gráfico 1), visto que esse prazo no ano de 2010 e de 2011 é superior a 5 meses (média aparada), o que é um prazo excessivo para a realidade do setor. O PMI diminui consideravelmente durante os anos seguintes, reforçando as indicações dadas pela evolução do rácio NFM/VN de uma maior eficiência na gestão do FM.

Se analisarmos o comportamento do rácio NFM/VN pelas diferentes classes dimensionais (Gráfico 6) é possível verificar que o rácio vem reduzindo na generalidade das classes, traduzindo-se em políticas mais agressivas/eficientes na gestão do FM. Esta diminuição é constante pelo menos até 2014, já que em 2015 à exceção das microempresas, todas as demais classes dimensionais viram o rácio aumentar (embora o aumento fosse ligeiro).

Gráfico 6: Gestão do FM por classes dimensionais – Indústria do vestuário



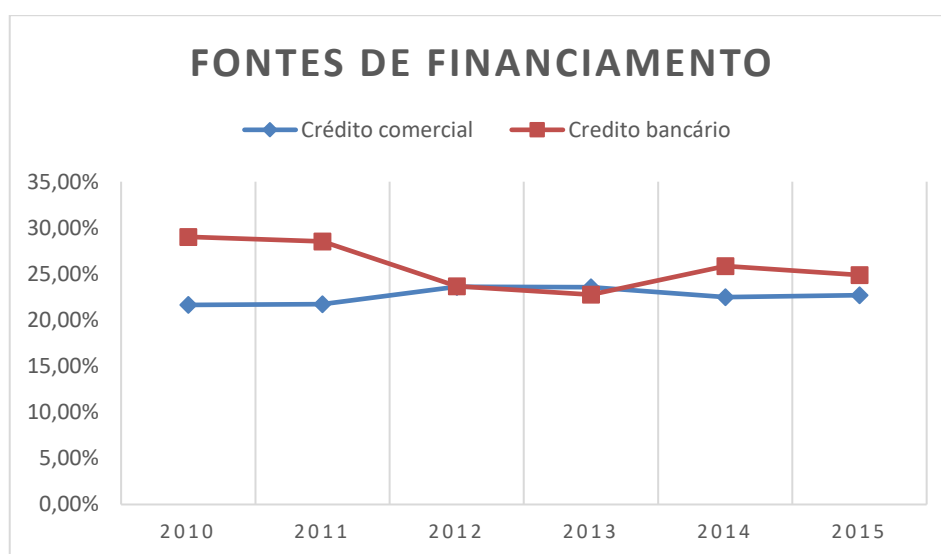
Outra realidade que se pode constatar por observação ao gráfico acima exposto é o facto de as empresas de menor dimensão serem as que apresentam políticas mais agressivas na gestão dos seus ativos e passivos correntes. Num extremo com as políticas mais

conservadoras estão as grandes empresas, seguidas de perto pelas médias empresas, e no outro extremo encontram-se as microempresas com as políticas mais agressivas, logo seguidas pelas pequenas empresas. Estes resultados estão em conformidade com Hill *et al.* (2009), que encontraram no seu estudo sobre as determinantes das políticas de FM das empresas, uma relação direta e altamente significativa entre as NFM e a dimensão das empresas.

Esse comportamento poderá estar associado ao facto de que a política de FM das empresas é profundamente influenciada pela sua capacidade financeira. Então as empresas de maior dimensão, dado terem geralmente uma maior capacidade financeira e uma maior facilidade no acesso ao crédito bancário, têm possibilidades de oferecer condições de crédito mais favoráveis aos seus clientes, e de realizar um maior investimento em inventário, gerindo o seu FM de forma mais liberal, o que geralmente não acontece nas empresas mais pequenas. Estas, dado terem geralmente uma maior dificuldade no acesso a linhas de crédito, controlam mais agressivamente o seu FM, reduzindo ao máximo possível a conta clientes e o nível de inventários.

Como foi acima mencionado, a adoção de estratégias mais agressivas na gestão do FM, passa muitas vezes pelo aumento do uso do crédito comercial como fonte de financiamento. Para analisar a evolução do crédito comercial na indústria do vestuário, estimamos o rácio Contas a pagar/Total do ativo para um horizonte temporal de seis anos. O objetivo principal é tentar perceber qual foi o impacto da crise económica e financeira (nomeadamente a partir de 2011) no financiamento através desta fonte de dívida.

Gráfico 7: Evolução do crédito comercial vs crédito bancário – Indústria do vestuário



Pela observação do Gráfico 7 é possível constatar que as empresas da indústria do vestuário aumentaram o uso do crédito comercial nos primeiros anos da crise. Logo no primeiro ano verificou-se um ligeiro aumento do financiamento por contas a pagar. Contudo foi em 2012 que se deu o maior aumento, com o financiamento por dívida comercial a aumentar em média em 2p.p, correspondendo a um rácio de 23,6%. No ano seguinte o rácio manteve o mesmo nível, porém em 2014 (ano marcado pela conclusão da intervenção da Troika em Portugal) o rácio decresceu ligeiramente.

Mesmo tendo em conta esta diminuição, a verdade é que a partir de 2011 o rácio Contas a pagar/Total de ativos é constantemente superior ao verificado em 2010. Isto pode ser associado ao facto de que em 2011 com a implementação das medidas de ajustamento financeiro da Troika, os bancos forçados a respeitar indicadores mais conservadores, diminuíram a oferta de crédito, o que levou as empresas a optarem por outras fontes de financiamento substitutas ou complementares ao crédito bancário.

Pode-se ainda constatar por observação ao Gráfico 7, que o aumento do uso do crédito comercial contrapõe com a diminuição do uso do crédito bancário. Verifica-se assim uma clara tendência decrescente dos níveis de crédito bancário obtidos pelas empresas do setor, tendência esta que apresenta o seu pico no ano de 2012, justamente no ano em que o crédito comercial mais aumentou.

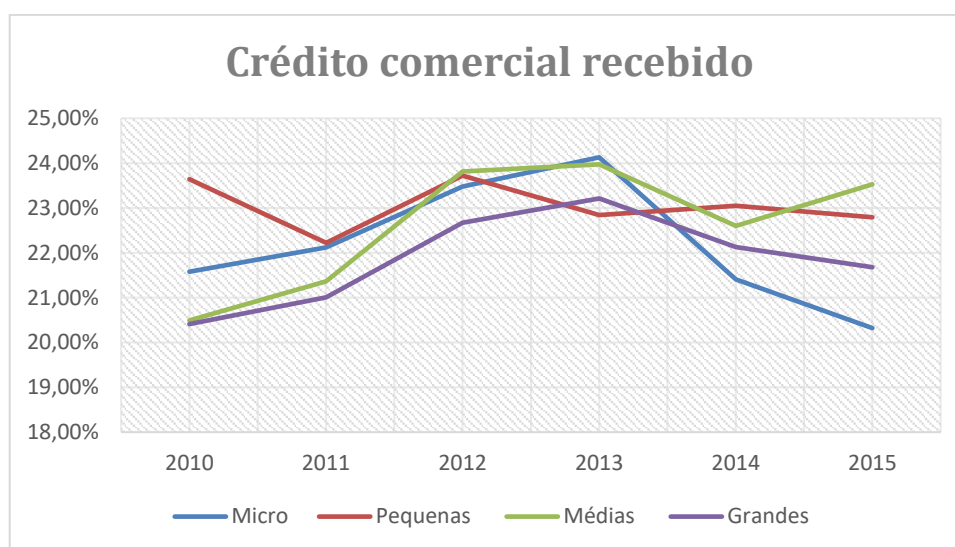
Se no início do período em análise se observa uma clara supremacia do crédito bancário, comparativamente ao crédito comercial como fonte de financiamento da dívida, ao longo dos anos seguintes esta situação tende a alterar, com os dois rácios a convergirem, sendo que em 2013 a situação já era inversa, embora pontualmente (o crédito comercial era a principal fonte de dívida para a média das empresas do setor).

O comportamento inverso entre estas duas fontes de dívida está em linha com Nilsen (2002), conforme mencionado na revisão da literatura, que considera que os choques monetários provocados pela diminuição da oferta de crédito pelos bancos aumentam a dependência das empresas face às contas a pagar.

Love *et al.* (2007) por sua vez consideram que com a escassez da oferta de crédito durante os períodos de recessão, as taxas de juro tendem a subir, aumentando assim a procura do crédito comercial como substituto ao crédito bancário. Por essas mesmas razões, Yang (2011) documentou uma associação negativa entre as contas a pagar e o crédito bancário.

Já no ano de 2014, pela primeira vez no horizonte temporal em estudo, deu-se um ligeiro aumento dos financiamentos bancários obtidos, coincidindo com um ligeiro decréscimo no uso do crédito comercial, sendo que em 2015 o primeiro voltou a diminuir em detrimento do último. Por tudo isso, confirma-se para este estudo os resultados dos autores acima mencionados, que encontraram uma relação negativa entre o crédito bancário e o crédito comercial.

Gráfico 8: Financiamento por crédito comercial por classes dimensionais – Indústria do vestuário



Se tivermos em conta as diferentes classes de dimensão, podemos observar que o comportamento do rácio em estudo mantém-se o mesmo, sendo que a partir de 2011 verifica-se um aumento do uso do crédito comercial como fonte de dívida.

Observando o gráfico mais atentamente é perceptível que são as PME's a utilizarem em maior escala o financiamento por dívida comercial. Isto pode ser associado ao facto de que as empresas de menor dimensão terem maiores dificuldades no acesso ao crédito bancário, pelo que tentam dar resposta às suas necessidades de financiamento, utilizando o crédito comercial. Isto está em linha com os estudos de Elliehausen e Wolken (1993) e Nilsen (2002), que consideram que devido às dificuldades acrescidas no acesso ao crédito bancário, sobretudo em períodos de crise económica e financeira, são as PME's que mais recorrem ao crédito comercial.

Contudo a partir de 2014 verifica-se uma diminuição do recurso ao crédito comercial, o que poderá ser associado à diminuição das restrições no acesso ao crédito bancário. Esta



diminuição foi particularmente sentida nas microempresas que a partir deste ano passaram a ser as que menos recorrem ao crédito comercial, logo seguidas pelas grandes empresas.

Depois das análises acima verificadas, procedemos à avaliação das condições de equilíbrio de exploração corrente nos últimos anos no setor do vestuário, através de uma análise biunívoca entre a rendibilidade do ativo e o custo dos financiamentos obtidos.

Quadro 3: Equilíbrio de exploração corrente – Indústria do vestuário

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ROA</b>	1,08%	-0,64%	1,31%	4,89%	5,43%	5,59%
<b>Custos dos financiamentos obtidos</b>	4,00%	4,84%	5,52%	4,99%	4,94%	4,70%
<b>Diferencial</b>	-2,92%	-5,48%	-4,21%	-0,10%	0,49%	0,89%

Observando o quadro acima exibido, é possível constatar que o custo dos financiamentos obtidos é constantemente superior à ROA nos quatros primeiros anos do período em estudo. Verifica-se assim que durante grande parte do período sob análise, a média das empresas do setor do vestuário apresentam um défice nas condições de equilíbrio de exploração corrente, dado que os seus ativos não conseguem gerar retornos suficientes para cobrir o custo dos financiamentos obtidos.

Embora o custo médio de capital tenha aumentado a partir de 2010, salienta-se que o seu nível é constantemente inferior ao do agregado das SNF portuguesas, e também ao de outras indústrias do setor transformador (nomeadamente a indústria do calçado), pelo que pode-se dizer que no presente setor, o equilíbrio da exploração corrente é afetado não tanto pelo custo dos financiamentos obtidos mas sim pela fraca aptidão dos ativos em gerar retornos.

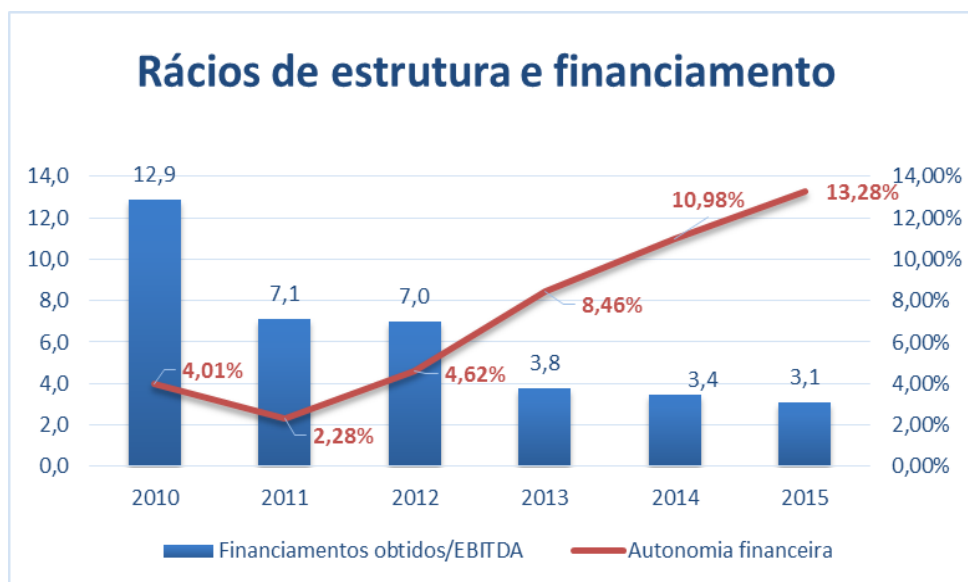
Esta situação só é revertida em 2014, onde pela primeira vez no horizonte temporal em estudo a média da ROA do setor é superior ao custo médio de capital. Verifica-se um incremento da ROA, acompanhado de uma ligeira redução do custo de financiamento médio, tanto em 2014 como em 2015, indicando a melhoria das condições de viabilidade financeira das empresas do setor.

A melhoria verificada nos últimos dois anos poderá ser associada ao aumento médio do volume de negócios e do EBITDA, que acompanha os sinais de recuperação da economia portuguesa, onde se destaca o aumento do consumo privado, da exportação e do investimento. Para além disso, após a conclusão do programa de ajustamento da Troika, verificou-se uma diminuição das restrições de crédito que persistiam nos últimos anos,

acompanhado de uma diminuição do custos de financiamento, o que beneficiou positivamente as empresas do setor.

Relativamente aos rácios de estrutura e financiamento, verifica-se nos anos em análise uma tendência de melhoria, indicando uma maior solidez financeira das empresas do setor.

Gráfico 9: Rácios de estrutura e financiamento – Indústria do vestuário



O nível de autonomia financeira da indústria do vestuário é durante os quatro primeiros anos do horizonte temporal analisado, constantemente inferior ao apresentado em média pelo agregado das SNF portuguesas, expondo a dependência excessiva das empresas deste setor face aos capitais alheios. Contudo nos dois conjuntos, a evolução da autonomia financeira média é inversa, pois enquanto no agregado das SNF a tendência é de deterioração do rácio, no setor do vestuário o rácio tende a melhorar ano após ano, sendo que em 2015 a média de autonomia financeira da indústria do vestuário (13,28%) já era ligeiramente superior ao apresentado pelo agregado das SNF (11,43%).

Pela análise do rácio Financiamentos obtidos/EBITDA também é possível observar a tendência de melhoria da capacidade financeira das empresas do setor. Embora o rácio fosse em 2010 significativamente superior ao apresentado pelo agregado das SNF (7,4), a diminuição dos financiamentos obtidos, a par do aumento do EBITDA ocorrido ao longo dos anos seguintes, expressas na diminuição do rácio, vem confirmar a tendência de recuperação financeira das empresas do setor.

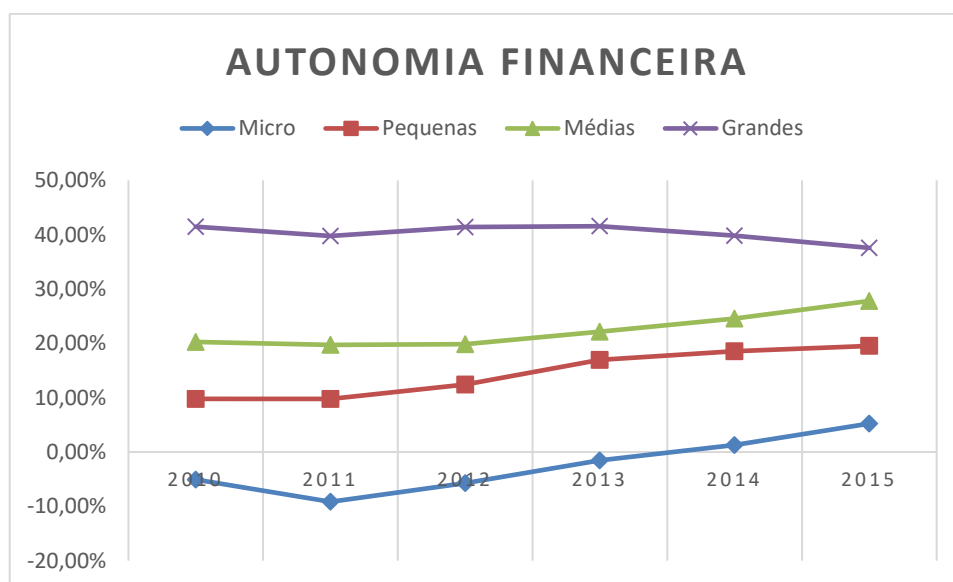
Em 2015 o rácio Financiamentos obtidos/EBITDA é de 3,1, (5,3 para o agregado das SNF), demonstrando uma melhoria na capacidade financeira das empresas da indústria do

vestuário, que necessitam de cada vez menos tempo para cumprir com as suas obrigações financeiras relativos a empréstimos obtidos. A evolução do rácio indica, à semelhança da indicação dada pela evolução do diferencial entre a ROA e o custo do capital, que há cada vez uma maior capacidade de gerar resultados para fazer face ao serviço da dívida.

É ainda de se salientar que o baixo nível de autonomia financeira médio do setor é influenciado principalmente pelas micro e pelas pequenas empresas, devido à elevada dependência face a capitais alheios que apresentam, e também devido ao seu maior peso no total de empresas (constituem conjuntamente 91.8% do setor).

Como se pode verificar no gráfico abaixo exposto, o nível de autonomia financeira varia muito entre as diferentes classes dimensionais.

Gráfico 10: Evolução da autonomia financeira – Indústria do vestuário



Em termos médios, o grau de autonomia financeira é muito maior nas empresas pertencentes às classes de maior dimensão, comparativamente às micros e pequenas empresas. A título de comparação podemos mencionar o facto de que em 2010 a autonomia financeira média das grandes empresas era de 41,4%, face a uma autonomia financeira média negativa para as microempresas. Esta situação (grande disparidade nos níveis de autonomia financeira) persiste durante todo o horizonte temporal sob análise, de modo que em 2015 as grandes empresas apresentavam uma autonomia financeira média de 37,6% para uma autonomia financeira média de 5,2% das microempresas.

Observando o gráfico pode-se ainda constatar que o nível médio de autonomia financeira varia diretamente com a dimensão das empresas. Isso, por outras palavras, significa que o

nível de autonomia financeira é maior, quanto maior for a dimensão das empresas. Estes resultados são contraditórios aos enunciados da teoria do *trade-off*, que associam uma maior tangibilidade dos ativos e uma maior dimensão das empresas, a níveis superiores de endividamento. Essa associação decorre, segundo a teoria do *trade-off*, do facto de maiores níveis de ativos tangíveis oferecerem uma maior confiança aos credores que têm por assim dizer uma garantia de compensação em caso de falta de pagamento dos empréstimos, e também do facto das empresas de maior dimensão terem uma menor probabilidade de falência. Então as grandes empresas tendem a ter maiores níveis de endividamento (menor autonomia financeira).

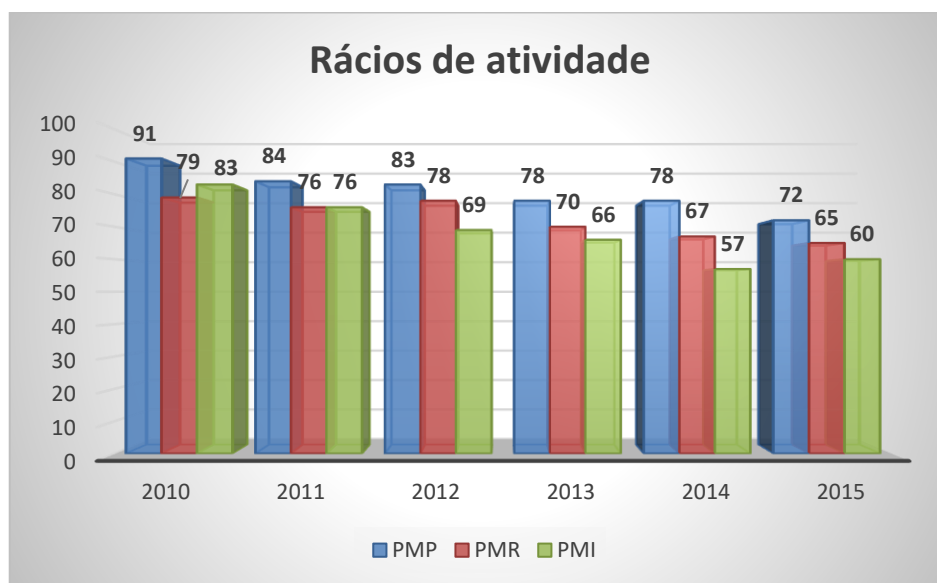
No entanto isto não é verdade no setor em estudo dado que são as micro e pequenas empresas as que mais utilizam a dívida externa na sua estrutura de capital, cabendo às grandes empresas os maiores níveis de capitais próprios na sua estrutura de financiamento.

Da análise à indústria do vestuário através da evolução dos indicadores económicos-financeiros, fica a ideia que o setor vem progredindo ao longo dos últimos anos, quer em termos de eficiência na gestão do FM, quer em termos de rentabilidade e capacidade financeira. O volume de negócios e o EBITDA têm aumentado nos últimos anos, o CCC é cada vez menor, as rentabilidades vêm evoluindo e a autonomia financeira, apesar de indicar uma elevada dependência de capitais alheios para a grande maioria das empresas do setor, vem aumentando de igual forma, indicando uma maior capacidade financeira.

### 3.7.2 Indústria do calçado

Após a análise feita à indústria do vestuário, procedemos agora ao estudo da indústria do calçado, avaliando as condições económicas e financeiras do setor no seu todo e pelas diferentes classes dimensionais, e ao mesmo tempo tentado estabelecer comparações com os resultados encontrados na análise à indústria do vestuário.

Gráfico 11: Rátios de atividade – Indústria do calçado



O quadro acima exposto apresenta as condições de atividade do setor do calçado em termos de prazos, expressas nos rácios PMP, PMR e PMI. Observando o gráfico é possível constatar uma clara diminuição dos prazos de atividade nos últimos seis anos, dando uma indicação de melhoria da gestão do FM no setor.

O PMP era de 91 dias no início do período em análise, diminuindo consecutivamente durante os períodos seguintes até atingir um valor mínimo de 72 dias em 2015. No mesmo sentido o PMR diminui ano após ano, atingindo um mínimo do período em análise de 65 dias em 2015. A descida do PMR ganha ainda maior relevância pelo facto de que o volume de negócios médio do setor ter aumentado durante o período sob análise, indicando uma melhoria na gestão das contas a receber, pois as vendas aumentaram sem que se desse a acumulação de créditos a clientes.

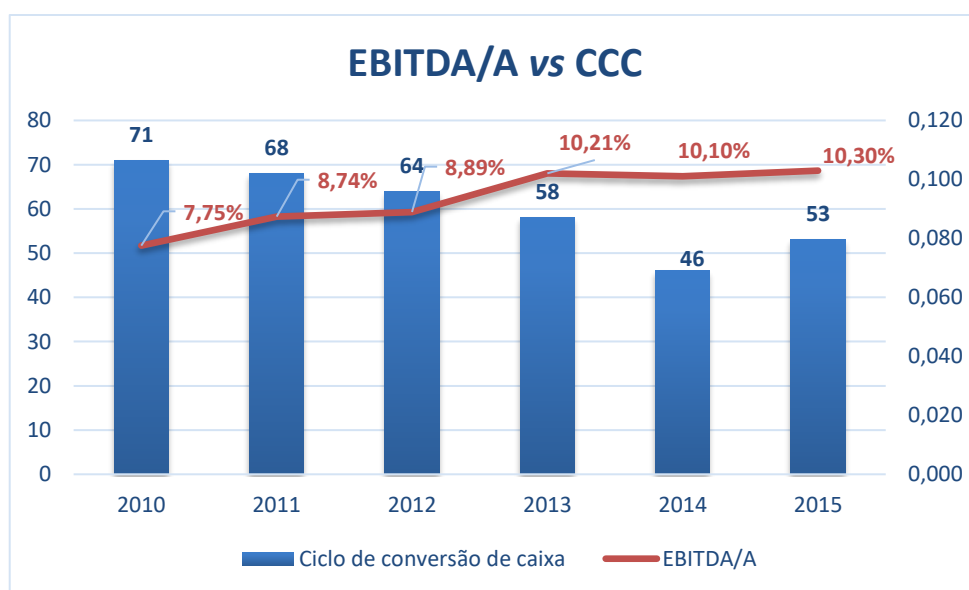
Quanto ao PMI, verifica-se igualmente uma clara tendência decrescente durante os seis anos em análise, já que o rácio que era de 83 dias em 2010 decresceu consecutivamente até atingir um mínimo no período em análise de 60 dias em 2015. A diferença é de 23 dias,

indicando uma maior rotação dos inventários (gestão de existências), pois as empresas do setor levam em média cada vez menos tempo para conseguirem escoar a sua produção.

A maior rotação dos inventários no setor do calçado pode ser associada ao aumento médio do volume de negócios nos últimos anos, o que está em linha com as informações presentes na monografia estatística do setor do calçado da Apiccaps (2015). Segundo esta publicação anual da Associação dos Industriais de calçado, componentes, artigos de pele e seus sucedâneos (Apiccaps), o crescimento das vendas deveu-se principalmente ao aumento das exportações que cresceram em mais de 40% nos últimos cinco anos, aliado à recuperação do mercado interno, dado que depois de anos de contração o consumo aparente de calçado em Portugal recuperou 3% em 2014.

A descida dos prazos de atividade beneficiou o CCC médio do setor, traduzindo-se numa maior velocidade de conversão das compras a fornecedores em caixa.

Gráfico 12: Evolução EBITDA/A vs CCC – Indústria do calçado



Como se pode observar pelo gráfico acima exibido, a descida do CCC é permanente durante grande parte do horizonte temporal em estudo, só sendo interrompida no último ano onde se dá um aumento face ao ano anterior. Apesar desse aumento, o CCC médio em 2015 é significativamente inferior ao CCC médio em 2010, indicando uma melhoria das condições de atividade da indústria do calçado, e uma maior eficiência na gestão dos ativos e passivos correntes.

Comparativamente à indústria do vestuário, verifica-se que o presente setor apresenta em todos os anos um menor CCC, traduzindo-se num menor desfasamento temporal entre a

aquisição de compras a fornecedores e o recebimento das vendas a clientes. As diferenças relativamente ao CCC dos dois setores verificam-se não tanto pelo valor do PMR e PMP, que até são equiparáveis, mas sim pela diferença no número de dias médio de permanência dos inventários em armazém. A indústria do calçado apresenta um PMI médio significativamente inferior ao PMI médio da indústria do vestuário em todo o horizonte temporal em estudo, sugerindo uma maior eficiência na gestão das existências no setor do calçado, e beneficiando assim o CCC do setor.

Essa maior eficiência veio dar um impulso extra na rentabilidade operacional média do setor do calçado que aumentou de 2010 para 2015. O rácio EBITDA/A aumentou consecutivamente nos primeiros anos até atingir um máximo no período em análise de 10,21% em 2013, sugerindo uma melhoria da performance operacional das empresas do setor do calçado. Nos últimos dois anos o rácio oscilou muito ligeiramente (comparativamente ao início do período), decrescendo em cerca de 0,1p.p em 2014 e aumentando em cerca de 0,2p.p em 2015, mantendo-se assim a níveis superiores ao apresentado nos primeiros anos do período em análise.

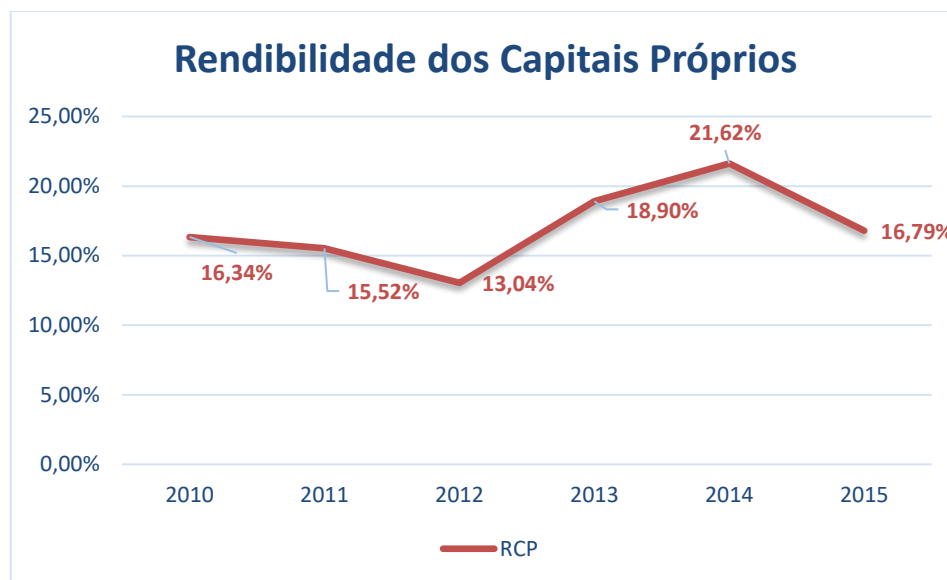
Salienta-se que os níveis de performance operacional da indústria do calçado, dada pelo rácio EBITDA/A, são significativamente superiores ao da indústria do vestuário e até ao do agregado das SNF. Na verdade o desempenho da indústria do calçado esteve em contraciclo com o desempenho da economia portuguesa nos últimos anos, como o mencionado pela Apiccaps (2015) na monografia do setor do calçado.

O contraste das evoluções dos dois rácios expostos no Gráfico 12, nomeadamente a diminuição do CCC e a melhoria do rácio EBITDA/A face aos primeiros anos do período em análise, sugerem que a melhoria da eficiência na gestão dos ativos e passivos correntes teve um impacto positivo sobre a performance operacional. Assim sendo podemos considerar que a diminuição do desfasamento temporal existente entre a aquisição de existências e o recebimento de vendas efetuadas (CCC) constituiu um fator impulsionador do crescimento da rentabilidade operacional média do setor.

Isso está em linha com vários estudos de autores citados durante a revisão da literatura, nomeadamente Deloof (2003), Baños-Caballero *et al.* (2013b), Mota (2013) Aktas *et al.* (2014), que encontraram nos seus estudos uma relação inversa entre os prazos de atividade e as medidas de rentabilidade, sugerindo que a diminuição dos prazos é um fator que influencia positivamente as rentabilidades empresariais.

No gráfico seguinte apresentamos a evolução da RCP durante o período em análise. De uma forma geral verifica-se que a RCP aumentou comparativamente aos primeiros anos em estudo, sugerindo uma maior eficiência na utilização dos fundos próprios.

Gráfico 13: Evolução RCP – Indústria do calçado



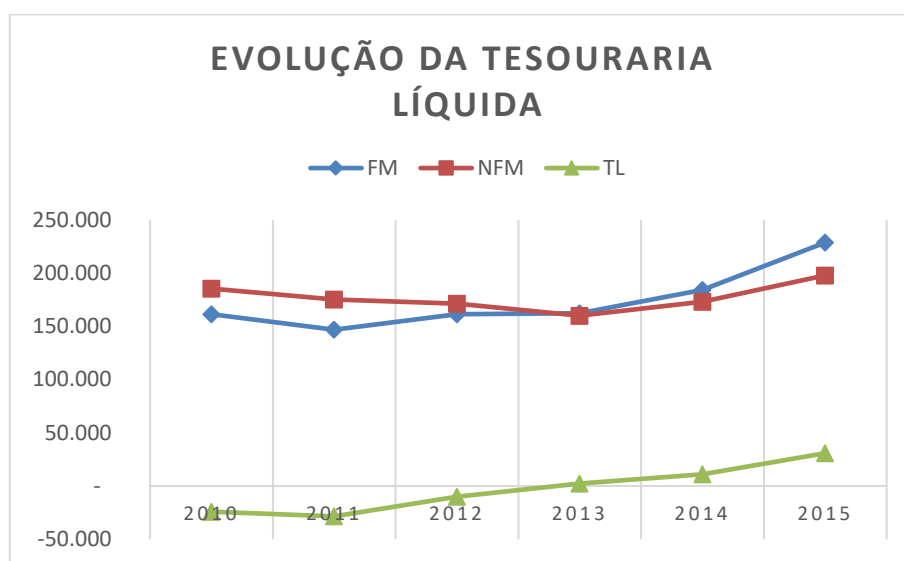
Contudo a evolução da RCP não foi constante durante os seis anos em análise, dado que alterou períodos de decréscimo (2011 e 2012) com períodos de crescimento (2013 e 2014), atingindo um valor máximo de rendibilidade dos fundos próprios justamente em 2014 (21,62%), coincidindo com o ano em que o volume de negócios médio do setor atingiu o seu valor máximo, impulsionado principalmente pelas exportações que segundo dados da Apiccaps (2015), atingiram um máximo histórico em 2014 de 1.846 milhões de euros.

Em 2015 o rácio RCP diminuiu em quase 5p.p, porém ainda assim permaneceu num nível superior ao apresentado no início do período em análise. Salienta-se ainda que o índice de rendibilidade dos fundos próprios da indústria do calçado é em todo o horizonte temporal analisado, superior à RCP da indústria do vestuário e à média do agregado das SNF, demonstrando um desempenho superior das indústrias do calçado no panorama nacional.

De seguida apresentamos o Gráfico 14 com a evolução da TL média do setor no período compreendido entre 2010 e 2015.



Gráfico 14: Evolução da tesouraria líquida – Indústria do calçado



A evolução da TL nos seis anos em análise dá indicação duma melhoria nos índices de liquidez. Numa primeira fase (entre 2010 e 2012) a TL média das indústrias do calçado é negativa, dado que o FM médio do setor não é suficiente para cobrir a totalidade das NFM. Contudo neste período e após uma leve descida da TL em 2011, este indicador começa a descrever uma trajetória positiva, sendo que em 2013 pela primeira vez no horizonte temporal em análise o setor apresenta uma média positiva de TL.

Observando o gráfico verifica-se que o aumento da TL até 2013 é provocado não tanto pelo aumento do FM médio (como sucedeu na indústria do vestuário), mas sim pela contante diminuição das NFM que vinha a decorrer durante todo o período em análise, indicando uma maior eficiência na gestão do ciclo de exploração (em consonância com a indicação dada pelos indicadores de atividade).

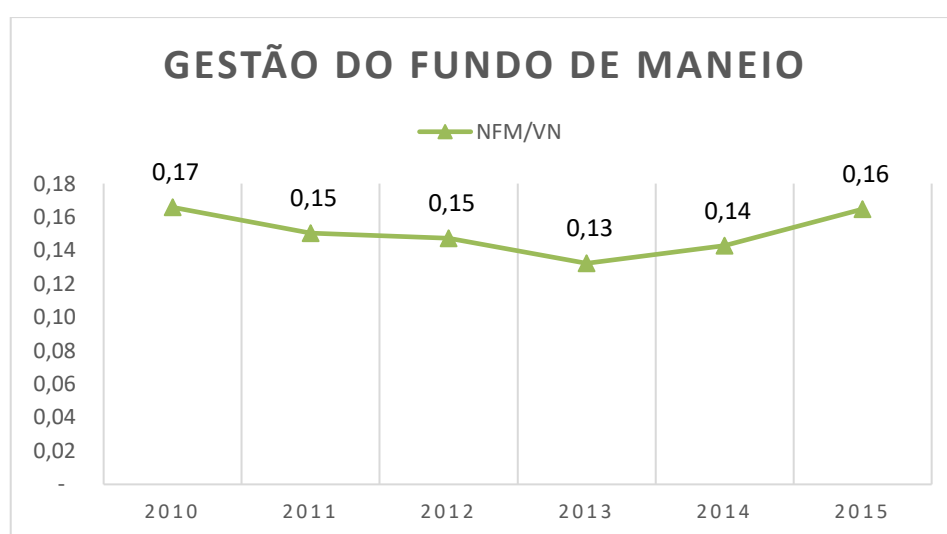
Nos anos seguintes a TL continuou a sua trajetória crescente, impulsionada agora principalmente pelo aumento dos níveis médios de FM, visto que as NFM inverteram o sentido de evolução em 2014, aumentando significativamente nos últimos anos. O aumento médio das NFM está intrinsecamente ligado ao aumento do volume de negócios do setor, porém foi acompanhado dum aumento do nível médio do FM, sugerindo uma certa adequação do financiamento à estratégia de investimento e de gestão do ciclo de exploração das indústrias do calçado.

É de se salientar ainda que à semelhança do sucedido na indústria do vestuário, a melhoria da situação de liquidez sugerida pelo aumento da TL média das indústrias do calçado coincide com um período de constante diminuição do CCC médio do setor como já foi

visto no Gráfico 12. Isto está em linha com os estudos de Richards and Laughlin (1980) e Hill *et al.* (2009), que associaram o aumento da velocidade de conversão das compras a fornecedores em caixa dado pela diminuição do CCC, com a prossecução de maiores níveis de tesouraria.

Como o sucedido na análise da indústria do vestuário, procedemos agora á análise da evolução do rácio NFM/VN para a indústria do calçado, tentando averiguar se o contexto de crise económica e financeira vivido durante os últimos anos influenciou de alguma maneira as políticas das empresas do setor em relação à gestão do FM.

Gráfico 15: Gestão do FM – Indústria do calçado



Observando o comportamento do rácio NFM/VN, verifica-se que este apresenta uma evolução constantemente negativa pelo menos até 2013, indicando uma maior agressividade/eficiência na gestão do FM por parte das empresas da indústria do calçado nesse período. O valor do rácio em 2010 era de 0,17, sendo que após anos de queda atingiu um mínimo do período em análise de 0,13 em 2013.

A diminuição do valor do rácio nos primeiros anos do período em estudo está em linha com os resultados da indústria do vestuário, e ainda com os estudos de Hill *et al.* (2009) que consideram que em períodos de recessão económica quando há uma maior probabilidade de dificuldades financeiras, as empresas tentam se proteger dos efeitos negativos da crise adotando estratégias mais agressivas/eficientes na gestão do FM.

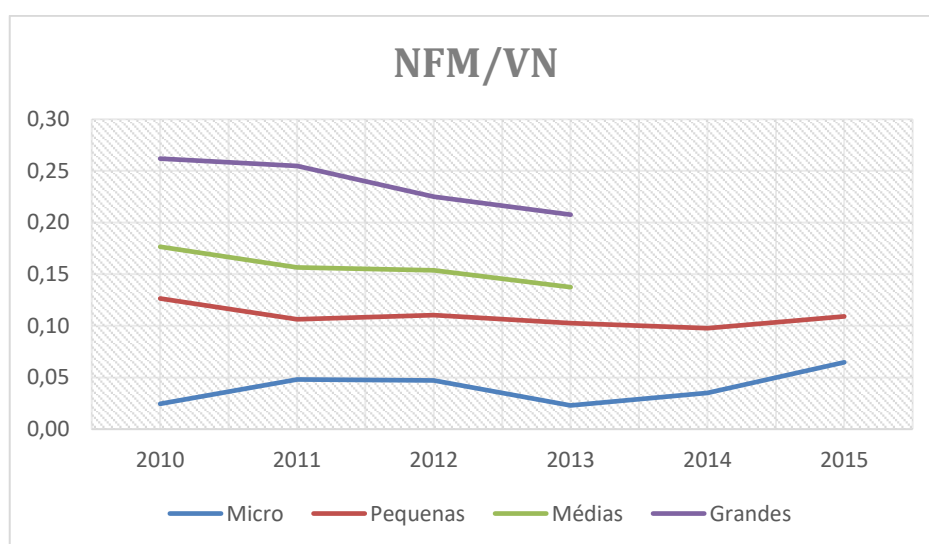
Já nos últimos dois anos do período em análise o rácio NFM/VN aumentou, sugerindo que as empresas do setor têm vindo a diminuir o nível de agressividade na gestão dos seus ativos e passivos correntes. Esse comportamento poderá ser associado ao facto de que 2014

e 2015 marcaram o fim de anos consecutivos de recessão económica (aqui vista como diminuição do PIB e não como o fim dos desequilíbrios que prevalecem na economia portuguesa). Pela primeira vez no horizonte temporal em análise verificou-se um crescimento da atividade económica, marcado pelo crescimento das diferentes componentes do PIB, onde se destaca o crescimento do consumo privado, das exportações e ainda a recuperação do investimento.

Os sinais de recuperação da economia portuguesa passaram provavelmente uma maior confiança às empresas do setor, que tendem a aliviar as medidas que se destinavam de certa forma a uma gestão mais agressiva/eficiente do FM anteriormente aplicada como resposta aos efeitos negativos da crise económica e financeira.

Entre as diferentes classes dimensionais também é possível constatar uma maior agressividade/eficiência na gestão dos ativos e passivos correntes durante os primeiros anos do horizonte temporal em análise. Da mesma forma, nos últimos anos marcados pelo despontar de alguns sinais de recuperação económica a situação inverteu-se, com o rácio a aumentar indicando o aliviar das medidas tendentes a uma maior agressividade na gestão do FM.

Gráfico 16: Gestão do FM por classes dimensionais – Indústria do calçado



Outra realidade que se pode constatar por observação ao Gráfico 16 é facto de as políticas de gestão do FM serem visivelmente diferentes entre as diferentes classes dimensionais.

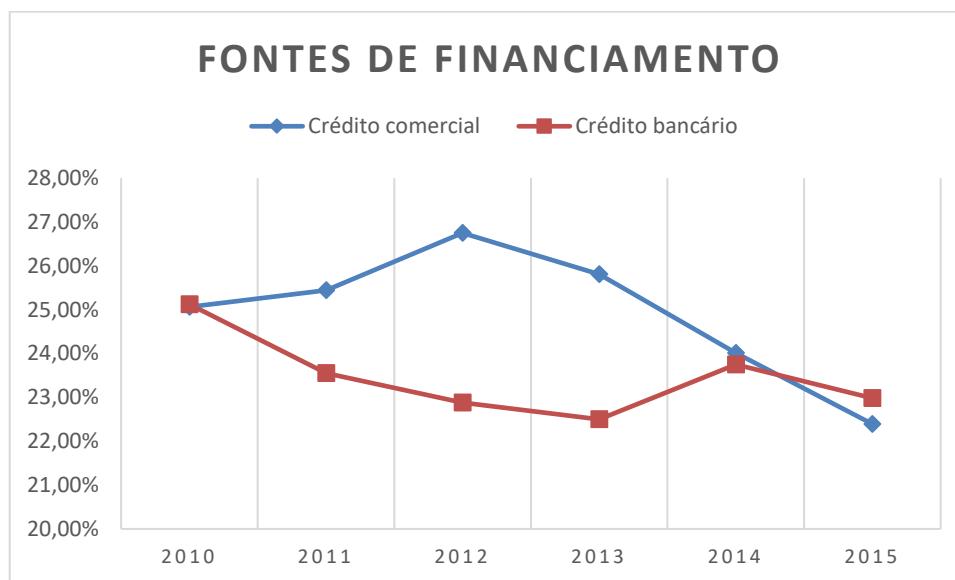
À semelhança dos resultados para a indústria do vestuário, e apesar de não ser possível apresentar os dados das grandes e médias empresas para os anos de 2014 e 2015 por não constarem dos quadros do setor da central de balanços do BdP, é possível verificar que o

nível de agressividade da gestão do FM tende a ser maior quanto menor for a dimensão das empresas. Assim as empresas pertencentes as classes maiores gerem o seus ativos e passivos correntes com uma maior flexibilidade, sendo que as empresas pertencentes a classes menores tendem a apresentar estratégias mais agressivas.

Esses resultados estão em linha com os estudos de Hill *et al.* (2009) que encontraram uma relação direta e altamente significativa entre o nível de NFM e a dimensão das empresas. Os autores explicam essa relação com o facto de as grandes empresas terem geralmente uma maior capacidade financeira, podendo suportar maiores níveis de crédito a clientes e apresentar um maior investimento em inventários. Por outro lado as pequenas empresas tendo uma menor capacidade financeira, apostam em níveis mais reduzidos de contas a receber e de inventários, tentando financiar as suas atividades principalmente através das contas a pagar.

Ora no gráfico seguinte expomos a evolução do financiamento através das contas a pagar (crédito comercial) a par da evolução do financiamento bancário, por forma a compreender o uso destas duas fontes de passivo nos últimos anos pelas empresas do setor.

Gráfico 17: Evolução do crédito comercial vs crédito bancário – Indústria do calçado



Primeiramente quanto ao financiamento por crédito comercial, verifica-se que este aumentou até 2012, começando a decrescer a partir de 2013. O aumento do uso do crédito comercial nos primeiros anos do período em análise poderá ser associado à diminuição de oferta de crédito bancário no mercado português, dado que com a intervenção da Troika na economia nacional, os bancos restringiram a concessão de crédito às empresas

portuguesas. Então como resposta a diminuição da oferta de crédito bancário, as empresas do setor aumentaram o uso do crédito comercial como forma de financiamento da sua atividade.

Esse comportamento é descrito por Love *et al.* (2007) que consideram que com a escassez da oferta de crédito durante os períodos de recessão, as taxas de juro tendem a subir, aumentando assim a procura do crédito comercial como substituto ao crédito bancário.

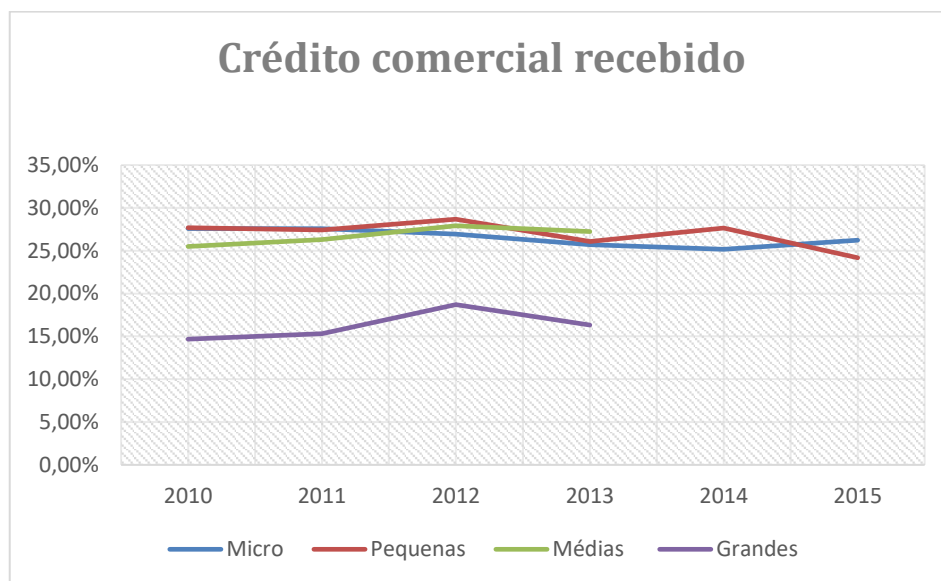
Salienta-se que embora a evolução do financiamento por crédito bancário e por crédito comercial seja inversa na maioria do horizonte temporal em análise, verifica-se que ambas as fontes de financiamento em alguns anos (2013 e 2015) moveram-se no mesmo sentido. Esse facto contraria a teoria de alguns autores como Nilsen (2002) e Yang (2011), que documentaram uma associação negativa entre o crédito comercial e o crédito bancário nos seus estudos, de modo que quando se dá o aumento do uso duma fonte de financiamento, normalmente diminui-se o uso da outra fonte.

Esse facto poderá ser associado à desalavancagem das empresas portuguesas como o mencionado na revisão da literatura. O nível de endividamento das empresas portuguesas bem como da indústria do calçado em particular é elevado, estando estas demasiadamente dependentes do financiamento externo, constituindo esse fator um obstáculo à viabilidade financeira das empresas e ao seu desenvolvimento.

Deste modo e de forma a corrigir estes desequilíbrios, as empresas portuguesas têm vindo a diminuir o uso do capital alheio. Isto mesmo é visível no gráfico acima exposto, uma vez que tanto os níveis de crédito bancário como os de crédito comercial apresentados em média pelas empresas da indústria do calçado no final do período em análise são significativamente inferiores aos apresentados no início do período.

Se tivermos em conta a evolução do uso do crédito comercial pelas diferentes classes dimensionais também é possível chegar a conclusões interessantes.

Gráfico 18: Financiamento por crédito comercial por classes dimensionais – Indústria do calçado



Observando o gráfico acima exposto, constata-se facilmente que as grandes empresas representam a classe dimensional que menos recorre ao uso do crédito comercial como fonte de dívida. Num extremo do gráfico encontram-se as microempresas juntamente com as PME's, com os maiores níveis de crédito comercial recebido, e no outro extremo, completamente isolado, encontram-se as grandes empresas.

Esses resultados são compatíveis com os resultados da análise à indústria do vestuário, e com as conclusões de Elliehausen e Wolken (1993) e Nilsen (2002) nos seus respetivos estudos, onde documentaram que são as PME's as empresas que mais recorrem ao uso do crédito comercial como fonte de dívida. Para os autores isto advém do facto de as empresas mais pequenas terem maiores dificuldades no acesso a outras fontes de financiamento, ao qual podemos nomear o crédito bancário e o mercado de capitais, e como tal usam as contas a pagar (crédito comercial) de forma a suprirem as suas carências de financiamento.

Depois das análises acima verificadas, procedemos agora à avaliação das condições de equilíbrio de exploração corrente nos últimos anos no setor do calçado, através de uma análise biunívoca entre a rentabilidade do ativo e o custo dos financiamentos obtidos.

Quadro 4: Equilíbrio de exploração corrente – Indústria do calçado

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ROA</b>	9,39%	8,71%	7,74%	10,05%	10,46%	8,24%
<b>Custos dos financiamentos obtidos</b>	4,27%	5,50%	5,63%	5,39%	4,96%	4,85%
<b>Diferencial</b>	5,12%	3,21%	2,11%	4,66%	5,50%	3,39%

Ao observarmos o Quadro 4 é possível constatar que ao contrário do sucedido na indústria do vestuário, no presente setor a ROA média é constantemente superior ao custo médio dos financiamentos obtidos, sugerindo desta forma a existência de condições favoráveis de equilíbrio de exploração corrente, dado que em termos médios, os ativos das empresas do setor do calçado conseguem gerar retornos suficientes para cobrir o custo dos financiamentos obtidos.

Embora o custo dos financiamentos obtidos médio do setor seja superior ao custo médio da indústria do vestuário, e até ao do agregado das SNF portuguesas, as empresas da indústria do calçado apresentam em média uma maior viabilidade financeira dado os seus ativos gerarem retornos significativamente superiores à média do setor do vestuário e também à do agregado das SNF.

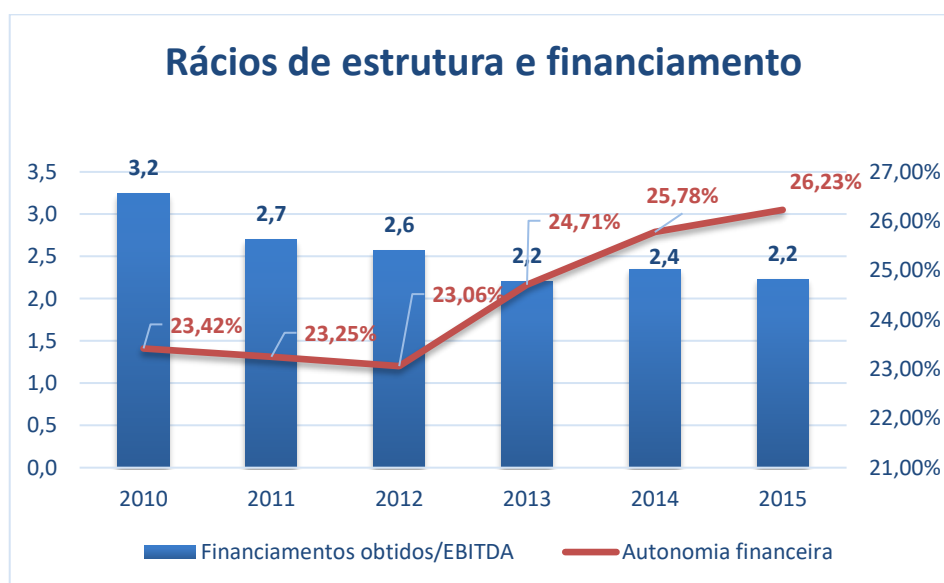
O diferencial entre a ROA e o custo dos financiamentos obtidos é manifestamente positivo em todos os anos, embora sofrendo algumas variações. Nos primeiros anos esse diferencial tende a diminuir, sendo prejudicada tanto pelo aumento do custo dos financiamentos obtidos como pela diminuição da ROA.

Numa segunda fase, a tendência foi de evolução positiva do diferencial beneficiada pela diminuição dos efeitos negativos da crise económica e financeira, e por uma maior performance económica da indústria do calçado. Nesses anos tanto o custo do capital decresceu como a ROA aumentou.

No último ano do período sob análise, este indicador de viabilidade financeira voltou a diminuir, terminando o período no valor de 3,39%. Apesar dessa diminuição, verifica-se no setor alguma margem de segurança quanto à relação entre a ROA e o custo dos financiamentos obtidos.

Finalmente quanto aos indicadores de estrutura e capacidade financeira, a indicação que nos é dada pelo comportamento dos rácios expostos no Gráfico 19 é de melhoria, na medida que as empresas do setor do calçado têm diminuído a sua dependência face a capitais alheios e ao mesmo tempo verifica-se uma maior capacidade para satisfazer os compromissos financeiros, indicado pela diminuição do rácio Financiamentos obtidos/EBITDA.

Gráfico 19: Rácios de estrutura e financiamento – Indústria do calçado



A autonomia financeira média do setor era de 23,42% em 2010, decrescendo muito ligeiramente nos anos seguintes, e iniciando um ciclo positivo a partir de 2013 até atingir um máximo de autonomia financeira média em 2015 de 26,23%. Verifica-se assim que em média as empresas da indústria do calçado vêm apresentando cada vez uma maior capacidade para financiar os seus ativos. Esta melhoria pode ser associada com a crescente capacidade do setor em gerar retornos (RCP superior à média do agregado das SNF), contribuindo assim para o reforço dos fundos próprios, e também com os sinais de desalavancagem das empresas do setor, demonstrada anteriormente na análise das fontes de dívida, contribuindo assim para a diminuição dos níveis de passivo na estrutura financeira das empresas do setor do calçado.

Para além da evolução positiva da autonomia financeira nos últimos anos, é importante salientar que o nível deste rácio para a indústria do calçado é significativamente superior ao da indústria do vestuário e ao do agregado das SNF portuguesas.

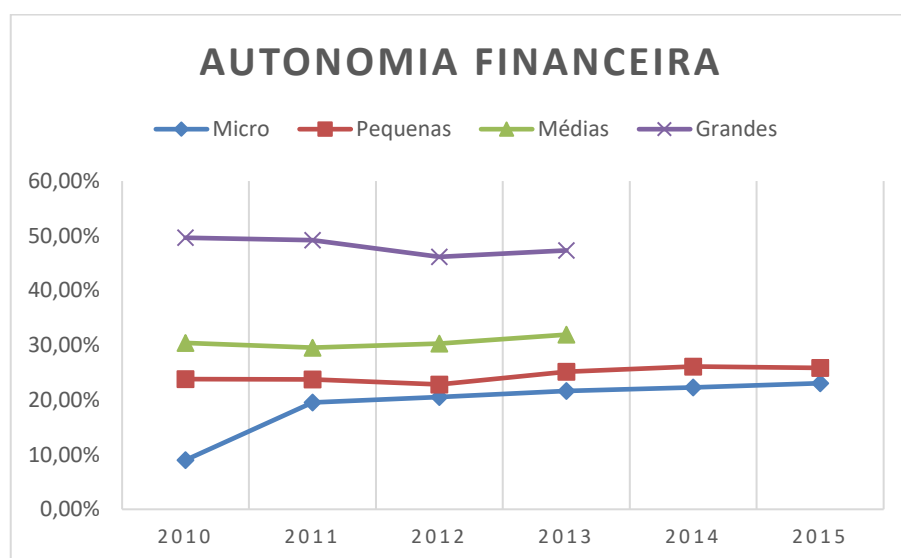
Sob outra perspetiva, a evolução do rácio Financiamentos obtidos/EBITDA vem confirmar as indicações de melhoria da capacidade financeira dada pela evolução da autonomia financeira. Este indicador que traduz essencialmente as condições em termos de prazos, que as empresas podem satisfazer os seus compromissos financeiros a partir do EBITDA gerado, é de 3,2 em 2010, diminuindo constantemente nos anos seguintes até culminar num prazo de 2,2 anos em 2015.



Ora isto significa que as empresas do setor do calçado em média cada vez precisam de menos tempo para satisfazer os seus compromissos financeiros. Esta tendência de melhoria acompanha a tendência de recuperação apresentada pelo agregado das SNF, porém a indústria do calçado apresenta para todos os anos um rácio Financiamentos obtidos/EBITDA significativamente inferior ao apresentado pelo agregado das SNF (2,2 e 5,3 em 2014, respetivamente), sugerindo assim uma maior solidez financeira neste grupo setorial.

Ainda dentro da análise aos indicadores de capacidade e estrutura financeira, é importante realçar o facto de o nível de autonomia financeira variar significativamente entre as diferentes classes dimensionais do setor.

Gráfico 20: Autonomia financeira por classes dimensionais – Indústria do calçado



Examinando o gráfico constata-se facilmente a existência de uma relação direta entre o nível de autonomia financeira e a dimensão das empresas na indústria do calçado, à semelhança dos resultados para a indústria do vestuário. Quer isso dizer que o grau de autonomia financeira varia no mesmo sentido que a dimensão das empresas, sendo maior a dependência face a capitais alheios nas empresas de menor dimensão.

Esta situação persiste durante todo o horizonte temporal sob análise, sendo que as grandes empresas apresentam uma autonomia financeira significativamente superior ao apresentado pelas empresas de menor dimensão.

Esses resultados contrastam com as previsões da teoria do *trade-off*, que associam uma maior tangibilidade dos ativos e uma maior dimensão das empresas, a níveis superiores de endividamento.

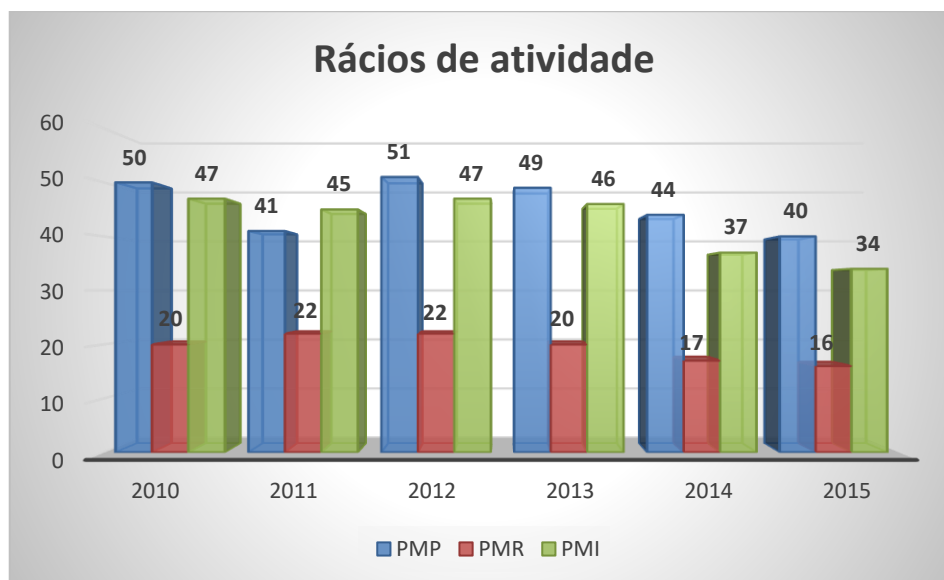
No entanto isso não se verifica no setor em estudo, dado que são as micro e as pequenas empresas as que mais utilizam o capital alheio na sua estrutura de capital, cabendo às grandes empresas os maiores níveis de capitais próprios na sua estrutura de financiamento.

Em geral, a evolução dos rácios económicos e financeiros da indústria do calçado apontam a um desempenho positivo do setor nos últimos anos. Os prazos de atividade são cada vez menores sugerindo uma gestão mais eficiente do FM, o nível médio de autonomia financeira tem vindo a aumentar, indicando uma menor dependência face ao financiamento externo, e ao mesmo tempo os índices de rentabilidade vêm aumentando. A indústria do calçado apresenta para todo o horizonte temporal em análise um diferencial positivo entre a ROA e o custo dos financiamentos obtidos, indicando a existência de condições favoráveis de equilíbrio de exploração corrente. Na verdade, o bom desempenho da indústria do calçado está intrinsecamente ligado à capacidade exportadora das suas empresas, que deste modo conseguiram atenuar os efeitos negativos da conjuntura económica desfavorável no período analisado.

### 3.7.3 Setor do alojamento

Após o estudo das indústrias do vestuário e do calçado, procedemos à análise da evolução dos rácios económico-financeiros do setor do alojamento para o período de seis anos compreendidos de 2010 a 2015.

Gráfico 21: Rácios de atividade – Setor do alojamento



Começamos o estudo do setor pela análise dos rácios de atividade. Numa primeira observação ao Gráfico 21, verifica-se que os prazos do setor do alojamento são significativamente inferiores aos apresentados pelas indústrias analisadas anteriormente. Isto acontece devido às condições específicas do setor, caracterizadas tradicionalmente por baixos PMI e também por um reduzido PMR, de modo que esta diferença nos prazos de atividade já era prevista.

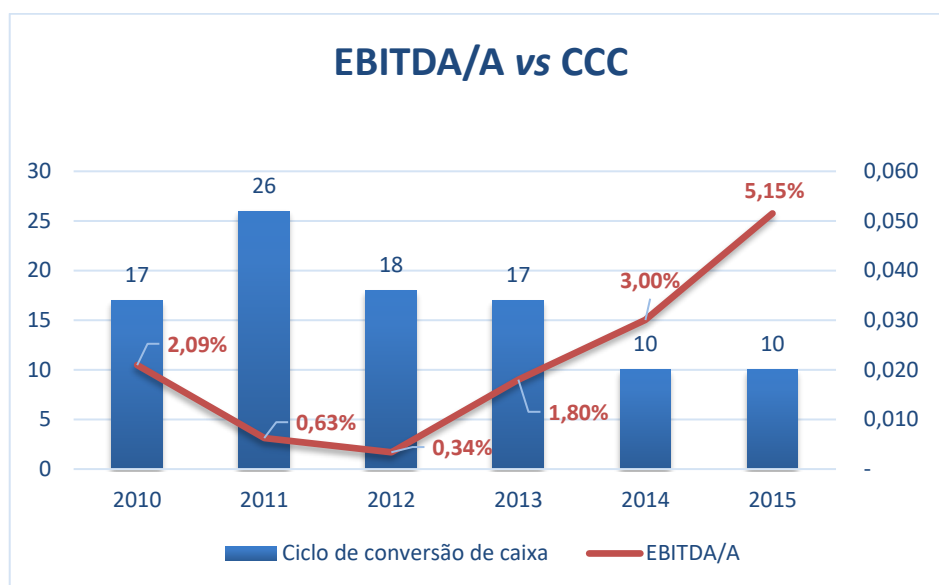
Durante os quatro primeiros anos do horizonte temporal em análise os prazos de atividade mantiveram uma certa estabilidade, visto que a sua variação foi muito ligeira. Nesta primeira fase o PMP foi o único indicador de atividade que teve uma oscilação mais acentuada, decrescendo em 9 dias em 2011 e aumentando logo no ano seguinte em 10 dias.

Após uma relativa estabilidade dos rácios de atividade até 2013, estes começaram a diminuir de forma mais acentuada a partir de 2014. Destaca-se o comportamento do PMI que passou de 46 dias em 2013 para 37 dias em 2014, evidenciado uma melhoria média na eficiência de gestão das existências, pois as empresas do setor do alojamento conseguem a partir de 2014 rodar as suas existências em menos 9 dias do que no ano anterior.

Essa tendência de diminuição teve continuidade em 2015, sendo que tanto o PMP, PMR como o PMI diminuíram, dando a indicação que as empresas do setor do alojamento em média pagam mais cedo aos seus fornecedores, recebem igualmente mais cedo dos seus clientes, e têm uma maior velocidade de rotação das existências comparativamente aos primeiros anos do período em análise.

Conjugando os 3 rácios de atividade analisados no indicador CCC, verifica-se que este durante os quatro primeiros anos manteve-se mais ou menos constante, exceção feita a um aumento do CCC em 9 dias no ano de 2011. Este aumento deveu-se especialmente à diminuição acentuada do PMP em 2011, porém no ano seguinte este indicador voltou aos níveis apresentados em 2010, sendo que o CCC acompanhou de perto esta evolução dado que o PMR e PMI variaram muito ligeiramente durante este período.

Gráfico 22: Evolução EBITDA/A vs CCC – Setor do alojamento



Nota-se que o valor do CCC médio do setor do alojamento demonstra um menor desfasamento temporal entre as compras a fornecedores e o recebimento das vendas de clientes comparativamente às indústrias analisadas anteriormente. Na verdade isso acontece devido às condições específicas do setor, onde o ciclo de exploração é, por princípio mais reduzido, dado à natureza dos produtos comercializados e dos serviços prestados. Nos setores industriais o ciclo de exploração é geralmente extenso, dado ao intervalo de tempo consumido pelo ciclo de produção, de modo que o CCC tende a ser naturalmente mais extenso.

Então após um período em que o CCC não apresentou grandes variações (exceção feita ao ano de 2011), este começou a melhorar em 2014, onde diminuiu significativamente, atingindo os 10 dias. Esta diminuição foi influenciada em parte pelo aumento do volume de negócios verificado pela primeira vez no período 2010-2014, que impulsionou a capacidade de rotação do inventário, tendo sido acompanhada de uma diminuição do PMR, contribuindo assim de forma fundamental para a diminuição do CCC.

O Gráfico 22 pretende relacionar a diminuição do CCC com uma possível melhoria da rentabilidade operacional. A performance operacional é indicada pelo rácio EBITDA/A, que mede a capacidade dos ativos em gerarem retornos operacionais, antes de entrarem em linha de conta com a necessidade de repor a capacidade produtiva. A evolução do rácio no setor do alojamento foi regra geral similar ao apresentado pelo agregado das SNF, atingindo um mínimo do período em análise em 2012 e aumentando nos anos seguintes até o final do horizonte temporal em estudo.

Nota-se porém que o nível do rácio EBITDA/A do setor do alojamento é significativamente inferior ao apresentado pelas indústrias analisadas anteriormente, e também ao apresentado pelo agregado das SNF. Isto em parte pode ser explicado pelas características específicas do setor que apresenta um elevado volume de ativos, de modo que o valor do rácio EBITDA/A naturalmente tende a ser inferior a de outros setores.

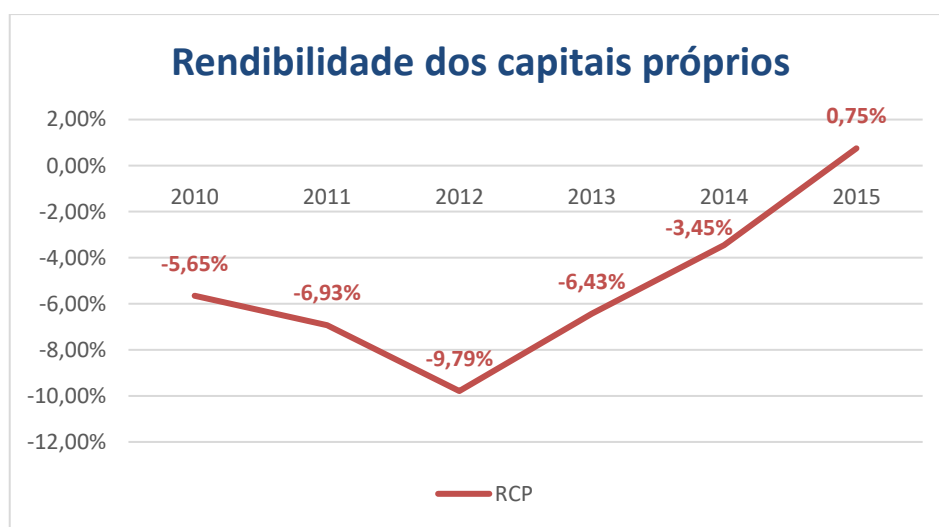
Porém, também é verdade que os resultados operacionais (EBITDA) do setor do alojamento diminuíram a pico nos primeiros anos do período em análise, sendo que o EBITDA diminuiu para menos de metade em 2011 (variação negativa em cerca de 70p.p), evolução que contrasta com a variação verificada nas indústrias do vestuário, do calçado e no agregado das SNF (crescimento em cerca de 74p.p, 6p.p e 31p.p respetivamente). Na verdade o setor do alojamento foi dos grupos setoriais mais prejudicados pela conjuntura económica do país, sendo as suas rentabilidades em grande parte afetadas pela diminuição sucessiva do volume de negócios a par do aumento dos custos (ex. IVA restauração, energia, etc.).

Após uma nova queda do EBITDA em 2012 (variação negativa em cerca de 48p.p), os resultados operacionais deram início a um ciclo positivo no ano seguinte, aumentando consecutivamente até o último ano do período em análise, e contribuindo desta forma para a elevação da rentabilidade operacional. A elevação do rácio EBITDA/A a partir de 2013 coincide com um período de decréscimo do CCC, o que sugere que a melhoria da

eficiência na gestão do FM dada pela maior velocidade de conversão das compras em caixa, teve um efeito positivo sobre o desempenho operacional. Esta associação vem no seguimento de diversos estudos enunciados durante a revisão da literatura (Deloof, 2003; Baños-Caballero *et al.* 2013b; Mota, 2013; Aktas *et al.* 2014) que associaram a diminuição do CCC com o aumento dos níveis de desempenho operacional.

A fraca performance operacional das empresas do setor do alojamento teve um impacto negativo sobre a RCP média do setor que assume valores negativos em grande parte do horizonte temporal em análise.

Gráfico 23: Evolução RCP – Setor do alojamento



Para além da RCP média do setor ser permanentemente negativa até 2014, é também significativamente inferior ao do agregado das SNF em todo o período analisado. Apesar das tendências de decréscimo (entre 2010 e 2012) e crescimento (entre 2013 e 2015) serem iguais nos dois grupos, o agregado das SNF apresenta para todo o horizonte temporal analisado uma média de RCP bem superior ao do setor do alojamento (9,66% para 0,75% em 2015).

O reduzido índice de rendibilidade dado pela média da RCP no setor do alojamento é influenciada principalmente pela rendibilidade negativa das microempresas (-5,26% em 2015), dado estas representarem 83% do total de empresas que constituem o setor. As grandes empresas apresentam uma média de RCP de 11,21% em 2015, porém representam somente 0,4% das empresas do setor, tendo assim um menor impacto sobre a média geral. Nesta linha, salienta-se que segundo o estudo da consultora BDO sobre o setor do alojamento, em 2015 as 10 maiores empresas desta divisão eram responsáveis por 17% do

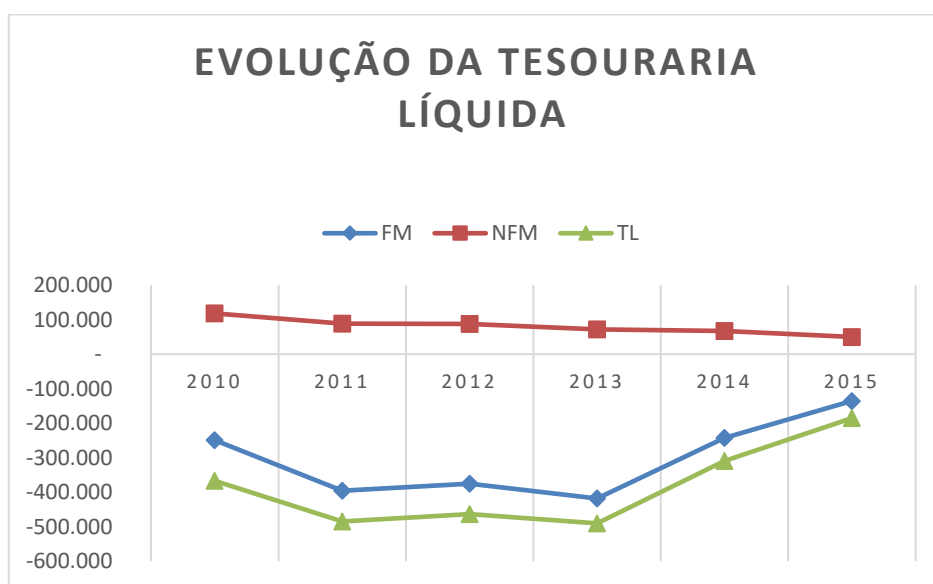
total de proveitos operacionais do setor, o que demonstra também uma grande discrepância na performance das diferentes classes dimensionais.

Apesar da permanente destruição de valor média do setor até 2014, a evolução do rácio RCP exposto no gráfico indica que nos últimos anos as empresas do setor têm dado passos positivos em direção a uma situação mais razoável em termos de rendibilidade.

A recuperação da atividade económica em 2014 e 2015, o aumento do EBITDA médio das empresas do setor (crescimento em 47p.p em 2015), a par de outros fatores, veio contribuir para uma diminuição dos níveis de destruição de valor apresentados nos anos anteriores, de modo que em 2015 pela primeira e única vez durante o período de seis anos em análise, o setor do alojamento apresentou uma média positiva de RCP.

A seguir apresentamos o Gráfico 24 que expõe a evolução da TL média do setor do alojamento nos últimos anos, bem como a das suas determinantes, de forma a termos uma noção mais ampla da adequabilidade das políticas estratégicas e políticas operacionais das empresas do setor do alojamento.

Gráfico 24: Evolução da tesouraria líquida – Setor do alojamento



Observando o gráfico constata-se que a TL média é negativa ao longo de todo o período analisado, agravando-se principalmente até 2013, e melhorando nos últimos dois anos, embora mantenha um valor negativo. As NFM são positivas em todo o horizonte temporal analisado, enquanto que o FM é negativo também em igual período, traduzindo-se numa situação de total desequilíbrio financeiro em média nas empresas do setor do alojamento.

Assim sendo, observa-se que em média nas empresas do setor do alojamento os capitais permanentes não conseguem financiar integralmente os ativos não correntes, tendo estes de serem suportados em parte por financiamentos de curto prazo. Também face ao FM negativo, verifica-se a não existência de uma margem de segurança para fazer face a diferenças relevantes entre os prazos de exigibilidade do passivo e de realização do ativo, estando as empresas do setor em média numa situação de grande vulnerabilidade.

Esta situação é transversal a todas as classes dimensionais, dado que para todas elas, o FM e a TL é negativa em todo o período analisado. Comparativamente ao agregado das SNF, também se pode observar a delicada situação de liquidez enfrentada pelas empresas do setor do alojamento. Embora a média do agregado das SNF apresente uma TL permanentemente negativa, o FM nestas é constantemente positivo, sendo que a tendência é de uma clara diminuição das NFM e consequentemente melhoria da TL.

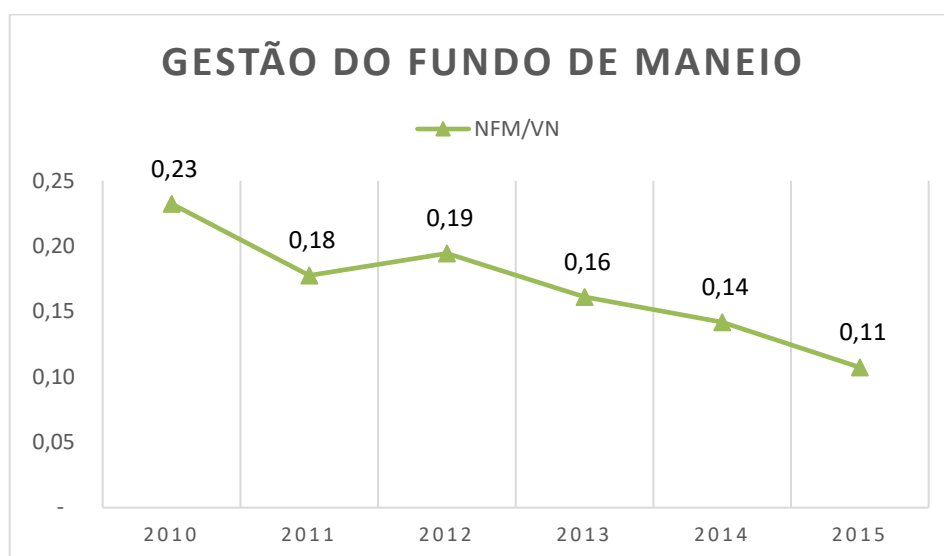
Embora o nível de TL indique uma situação de grande desequilíbrio financeiro nas empresas do setor do alojamento, salienta-se que esse desequilíbrio vem diminuindo notoriamente nos últimos dois anos do período em análise, impulsionado principalmente pelo aumento do nível médio de FM, mas também por uma diminuição progressiva das NFM que vem acontecendo ao longo de todo o horizonte temporal em análise.

Essa melhoria pode ser associada, entre outros fatores, à melhoria das condições operacionais dada pelo aumento do volume de negócios médio do setor acompanhado da diminuição do CCC. Esta associação vem no seguimento de estudos como Richards and Laughlin (1980) e Hill *et al.* (2009) que documentaram uma influência positiva da diminuição do CCC nos índices de liquidez das empresas.

Procedemos agora à análise da forma como as empresas do setor do alojamento vêm gerindo o seu FM nos últimos anos. Essa análise torna-se especialmente interessante neste setor, dado que tem sido dos setores mais prejudicados em termos de volume de negócios pela conjuntura económica de recessão vivida em Portugal a partir de 2009.



Gráfico 25: Gestão do FM – Setor do alojamento



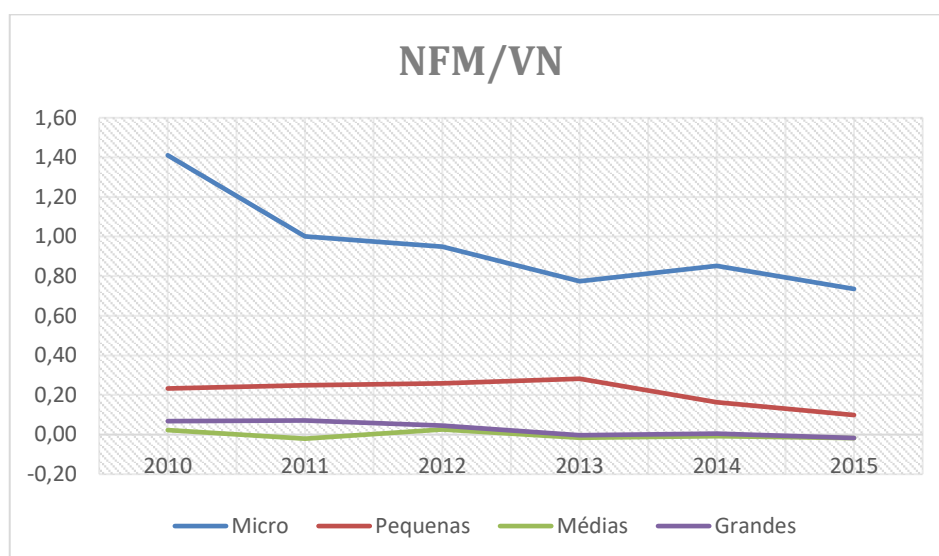
Observando o gráfico constata-se uma constante diminuição do rácio NFM/VN em todo o horizonte temporal em análise. O valor do rácio é de 0,23 em 2010, e á exceção de um ligeiro aumento em 2012, diminui em todos os restantes anos até atingir um valor mínimo de 0,11 em 2015.

A evolução do rácio sugere que as empresas do setor têm adotado políticas mais agressivas/eficientes na gestão do FM nos últimos anos. Estes resultados vão ao encontro com os estudos de Hill *et al.* (2009) que encontraram evidências que a incerteza das vendas, o elevado custo do financiamento externo e a alta probabilidade de dificuldades financeiras, incentivam as empresas a adotarem políticas mais agressivas/eficientes na gestão do FM.

Essas são precisamente as condições que as empresas do setor do alojamento enfrentaram nos últimos anos, altas taxas de juro para o acesso ao financiamento bancário, uma maior incerteza das vendas e um aumento das dificuldades financeiras, o que levará estas empresas a adotar estratégias mais «apertadas» na gestão do seu FM.

Observando a evolução do rácio NFM/VN no Gráfico 26, constata-se que a política de gestão do FM das empresas do setor do alojamento tende a diferir entre as diferentes classes dimensionais.

Gráfico 26: Gestão do FM por classes dimensionais – Setor do alojamento



Diferentemente das indústrias anteriormente analisadas, no setor do alojamento são as microempresas (seguidas das pequenas empresas), a classe dimensional que apresenta um maior rácio NFM/VN.

A título exemplificativo salienta-se que as microempresas em 2010 apresentavam um rácio NFM/VN de 1,41 para um rácio de 0,07 das grandes empresas. À primeira vista, pela diferença do valor do rácio entre as duas classes, fica a ideia que as microempresas apresentam uma política menos agressiva do que as grandes empresas na gestão do FM.

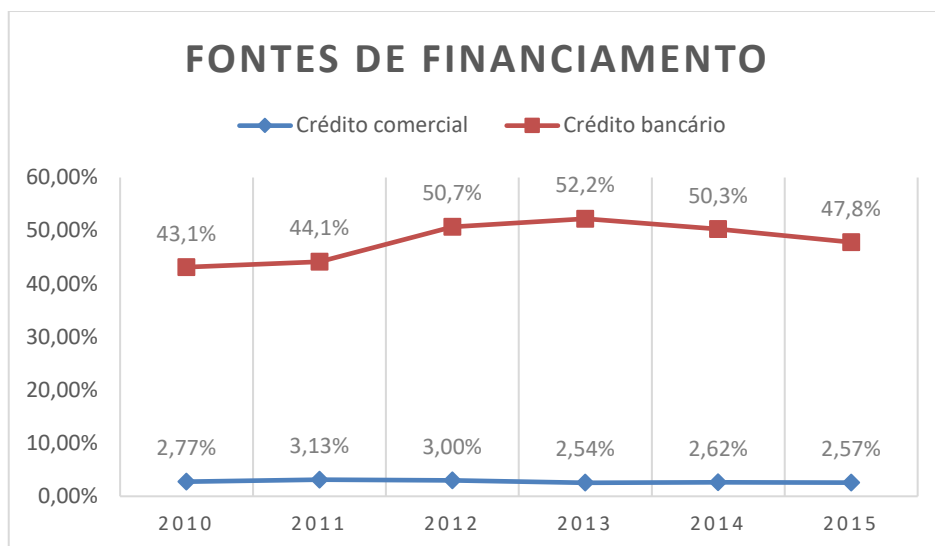
No entanto, salienta-se que a maior «flexibilidade» na gestão do FM das microempresas tem muito mais a ver com a fraca capacidade que esta classe dimensional apresenta para financiar os seus ativos correntes com recurso às contas a pagar, do que com um maior investimento em inventários e em contas a receber.

Como teremos a oportunidade de ver mais à frente no Gráfico 28, que retrata a evolução do financiamento por crédito comercial entre as diferentes classes, as microempresas (seguidas das pequenas empresas) são as que menos financiam a sua atividade através do crédito comercial. Pelo contrário as grandes e as médias empresas utilizam essa forma de financiamento numa maior escala, apresentando rácios negativos de NFM/VN em alguns anos do horizonte temporal em análise, dando a indicação que os fornecedores (através do crédito comercial) financiam a totalidade do ciclo de exploração destas empresas.

Na análise do rácio NFM/VN feita anteriormente, chegamos à conclusão que as empresas do setor do alojamento têm apostado em políticas mais agressivas/eficientes na gestão do FM. Assim sendo estimamos o rácio Contas a pagar/Total de ativos, de modo a perceber se

a maior agressividade na gestão do FM passou pelo aumento do uso do crédito comercial como fonte de financiamento do ativo corrente, como enunciaram alguns estudos já mencionados anteriormente.

Gráfico 27: Evolução crédito comercial vs crédito bancário – Setor do alojamento



Observando o gráfico, verifica-se que após um aumento do uso do crédito comercial como fonte de dívida em 2011, nos períodos seguintes a diminuição foi contínua, indicando uma clara diminuição do uso desta fonte de financiamento. Esta tendência de diminuição é contrária à evolução do uso do crédito comercial nas indústrias analisadas anteriormente, onde por observação dos respetivos gráficos foi possível notar um claro aumento do recurso a esta fonte de financiamento nos primeiros anos do horizonte temporal em análise.

A evolução do uso do crédito comercial no setor do alojamento vai também em contraste com estudos como Nilsen (2002) e Love *et al.* (2007), que consideram que em períodos de recessão económica, onde costumam haver choques monetários provocados pela diminuição da oferta do crédito bancário, as empresas geralmente aumentam o uso do crédito comercial como substituto/complemento do crédito bancário.

Ora no presente setor ao contrário do que se sucedeu para o agregado das SNF, não se verificou uma diminuição do uso do crédito bancário durante os primeiros anos do período de recessão económica. A média dos financiamentos obtidos no balanço das empresas do setor aumentou pelo menos até 2012, de modo que pode-se considerar que as empresas do setor não sentiram necessidade de aumentar o uso do crédito comercial como forma de financiamento.

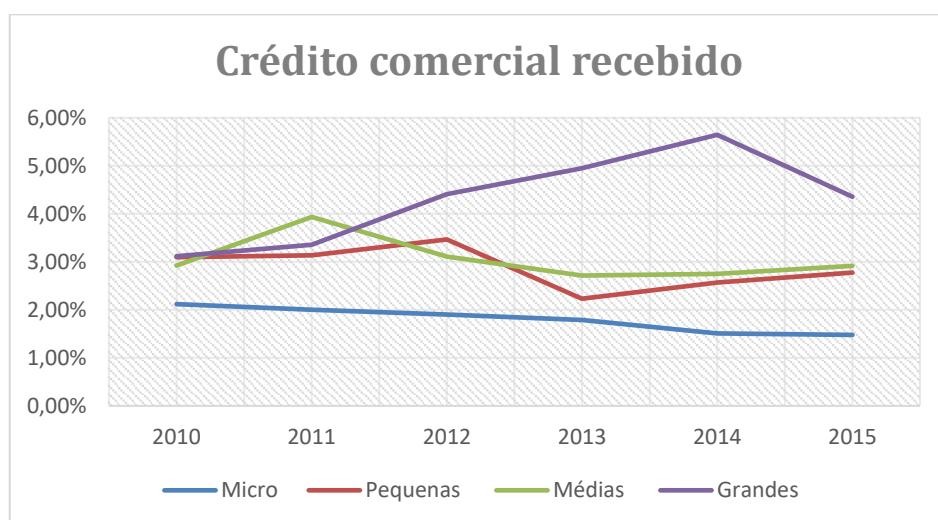
Na verdade o setor do alojamento constitui um dos setores com maior exposição ao financiamento bancário, talvez pelo facto de ser um setor com uma menor exposição à concorrência internacional como salienta Synek (2015) no seu estudo sobre a desalavancagem do setor privado em Portugal. A isso soma-se ainda o facto do setor do alojamento possuir um elevado nível de ativos, e de natureza essencialmente tangível, o que geralmente é associado a maiores níveis de colaterais, estando assim as entidades de crédito dispostas a financiar estas empresas numa maior escala.

O peso da dívida financeira no total do passivo do setor era de cerca de 69% em 2014, valor muito superior ao verificado nos setores anteriormente estudados (36% no setor do calçado e 46% no setor do vestuário). Por outro lado, o peso do crédito comercial no total do passivo era muito reduzido comparativamente a estes setores. Esse peso em 2014 era de cerca de 4% no setor do alojamento, 31% no setor do vestuário e 36% no setor do calçado. Deste modo fica claro que o setor usufrui da dívida financeira numa proporção muito maior do que aquela que usufrui da dívida comercial.

O elevado endividamento do setor do alojamento tem prejudicado diretamente o mesmo quer em termos de rendibilidade, como já foi acima mencionado, quer em termos de sustentabilidade, como teremos hipótese de confirmar mais à frente na análise das condições de exploração corrente, e da evolução da autonomia financeira média nos últimos anos.

Como salientado anteriormente, procedemos a análise da evolução do rácio Contas a pagar/Total de ativos de modo a perceber o uso do crédito comercial no financiamento da atividade pelas diferentes classes dimensionais.

Gráfico 28: Financiamento por crédito comercial – Setor do alojamento



Observa-se que se nas microempresas e nas PME's a tendência foi de clara diminuição do uso do crédito comercial como fonte de dívida, nas grandes empresas a tendência foi contrária, sendo que as empresas pertencentes a essa classe dimensional aumentaram o uso do crédito comercial no período compreendido entre 2010 e 2015.

Mais do que isso, é de se realçar de que no setor do alojamento são as grandes empresas a recorrem em maior proporção ao uso desta fonte da dívida, ao contrário dos resultados apurados para as indústrias do calçado e do vestuário. Estes resultados contrariam também os estudos de Elliehausen e Wolken (1993) e Nilsen (2002), que referem que as grandes empresas dado terem uma maior facilidade no acesso ao crédito bancário, utilizam o crédito comercial numa menor proporção.

Procedemos agora à avaliação das condições de equilíbrio de exploração corrente nas empresas do setor do alojamento no período compreendido entre 2010 e 2015.

Quadro 5: Equilíbrio de exploração corrente – Setor do alojamento

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ROA</b>	0,80%	0,33%	-0,99%	-0,48%	0,50%	1,58%
<b>Custos dos financiamentos obtidos</b>	2,43%	3,19%	3,25%	3,04%	2,97%	2,83%
<b>Diferencial</b>	-1,63%	-2,86%	-4,24%	-3,52%	-2,47%	-1,25%

Primeiramente quanto ao custo dos financiamentos obtidos, (à semelhança das indústrias do calçado e do vestuário) a tendência de evolução é idêntica ao do agregado das SNF, aumentando até atingir um máximo em 2012 e diminuindo a partir de 2013. Porém, no presente setor observa-se que o custo de financiamento é inferior ao dos setores anteriormente analisados e ao agregado das SNF em todo o horizonte temporal analisado,

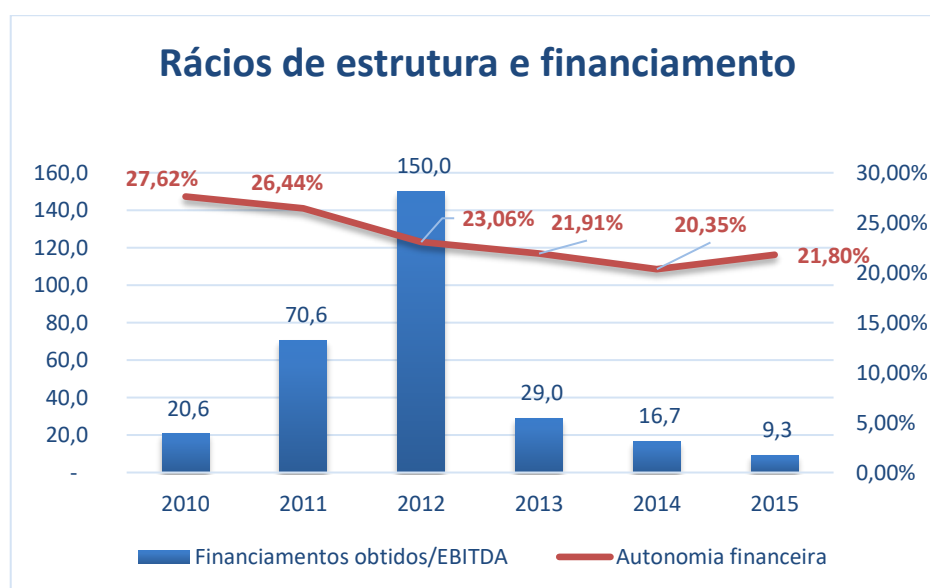
podendo este facto ser associado ao maior nível de colaterais associados aos ativos tangíveis das empresas do setor do alojamento, como já fora mencionado anteriormente.

Apesar do custo médio dos financiamentos obtidos ser inferior à média do agregado das SNF, quando comparado com a ROA, verifica-se um claro desequilíbrio de exploração corrente, de modo que o diferencial entre a ROA e o custo dos financiamentos obtidos é em média negativo durante todo o horizonte temporal analisado, expondo a fraca aptidão dos ativos do setor do alojamento em gerar retornos.

Constata-se por observação do Quadro 5 que a ROA é muito reduzida em todo o horizonte temporal em estudo, sendo assim insuficiente para suportar o custo dos financiamentos obtidos. Isso indica um claro défice nas condições mínimas de sustentabilidade e na viabilidade financeira do setor.

Pela análise dos rácios de estrutura e financiamento também é possível compreender a deterioração das condições de sustentabilidade e viabilidade financeira do setor.

Gráfico 29: Rácios de estrutura e financiamento – Setor do alojamento



Ao longo dos seis anos em análise o rácio de autonomia financeira no setor do alojamento vem diminuindo, expondo o elevado endividamento das empresas do setor e indicando uma elevação do risco financeiro.

A diminuição da autonomia financeira do setor pelo menos até 2014 pode ser associada à permanente destruição do valor verificado em média nas empresas do alojamento (média do resultado líquido negativo de 2010 a 2014).

Já em 2015 pela primeira vez no horizonte temporal em análise, a média da autonomia financeira do setor aumentou, sendo influenciada positivamente pela diminuição particular dos empréstimos bancários como demonstrado anteriormente. Em adição, no ano de 2015 pela primeira vez a média da RCP do setor foi positivo, o que contribuiu certamente para a melhoria da autonomia financeira. Segundo o estudo da BDO (2015, p.2) no âmbito da análise setorial do turismo, «o ano de 2015 foi responsável pelo crescimento dos resultados líquidos para valores positivos, invertendo a média de resultados negativos que vinham se verificando ao longo dos anos em análise, e representando uma recuperação de 280% face a 2014».

Salienta-se ainda que segundo a análise setorial do alojamento, restauração e similares 2011-2015 do BdP, 28% das empresas do setor do alojamento apresentavam capitais próprios negativos em 2015, pelo que é crucial apostar em medidas tendentes a diminuir o nível do passivo das empresas do setor de modo a garantir a sustentabilidade das empresas.

O Gráfico 29 também apresenta a evolução do rácio Financiamentos obtidos/EBITDA para todo o horizonte temporal em análise. Este indicador também dá-nos uma noção da alavancagem financeira das empresas, podendo ser interpretado como o número de anos necessários para que o EBITDA das empresas cubra os seus financiamentos.

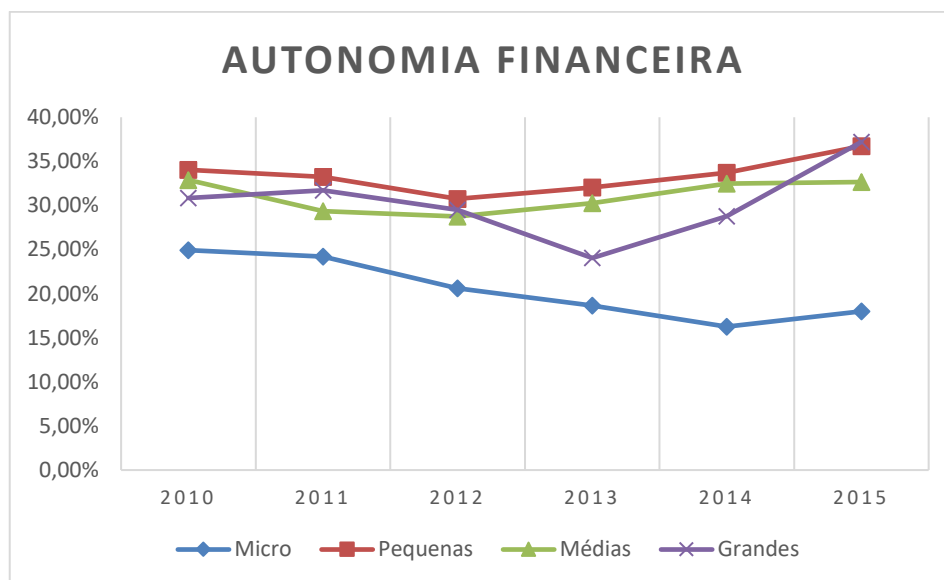
Em termos gerais, o rácio evolui desfavoravelmente entre 2010 e 2012, influenciado por um lado pelo aumento dos financiamentos obtidos e por outro lado pela degradação do EBITDA. A partir de 2013 a tendência foi contrária (aumento do EBITDA e diminuição dos financiamentos obtidos) contribuindo para a melhoria do rácio, o que se traduz num menor tempo necessário em média pelas empresas do setor para poderem satisfazer os seus compromissos financeiros.

Refere-se que os níveis do rácio Financiamentos obtidos/EBITDA no presente setor são significativamente superiores aos das indústrias analisadas anteriormente e ao da média das SNF, expondo também dessa forma o elevado endividamento no setor do alojamento. Enquanto que se o setor do alojamento, mantendo o nível de EBITDA apresentado em 2015 constante, demoraria mais de 9 anos a amortizar os financiamentos obtidos, as indústrias do calçado e do vestuário conseguiriam fazê-lo em menos de 4 anos e o agregado das SNF em menos de 6 anos.

Se tivermos em conta a evolução do rácio de autonomia financeira pelas diferentes classes dimensionais, é possível constatar que este rácio não sofre uma grande variação entre as

diferentes classes (principalmente entre as PME's e as grandes empresas) ao contrário dos resultados para a indústria do calçado e do vestuário.

Gráfico 30: Autonomia financeira por classes dimensionais – Setor do alojamento



Contrariamente a essas indústrias, também não se verificou para o setor do alojamento a evidência de melhores níveis de autonomia financeira para as empresas de maior dimensão.

Neste setor eram as pequenas empresas a apresentarem o maior nível de autonomia financeira, seguidas das médias e das grandes empresas, sendo que por último estavam as microempresas. Porém é relevante dizer que o nível de autonomia financeira das microempresas neste setor é bem superior superior aos apresentados nos setores anteriormente analisados.

Salienta-se também que a tendência de diminuição da autonomia financeira até 2012/2013 verificou-se em todas as classes dimensionais à exceção das microempresas, cujo decréscimo foi contínuo no período compreendido entre 2010 e 2014. Contudo, em 2015 a melhoria do rácio da autonomia financeira foi transversal a todas as classes dimensionais.

Da análise ao setor do alojamento fica a ideia de que após anos de retração, o setor tem dado sinais de recuperação nos últimos dois anos, ao nível da rentabilidade e da capacidade financeira. Nos primeiros anos do horizonte temporal em análise a conjuntura económica do país influenciou negativamente o setor, que viu o seu volume de negócios médio decrescer consecutivamente, prejudicando os níveis de rentabilidade (o setor apresentava uma média negativa de RCP para todos os anos até 2014). No entanto em

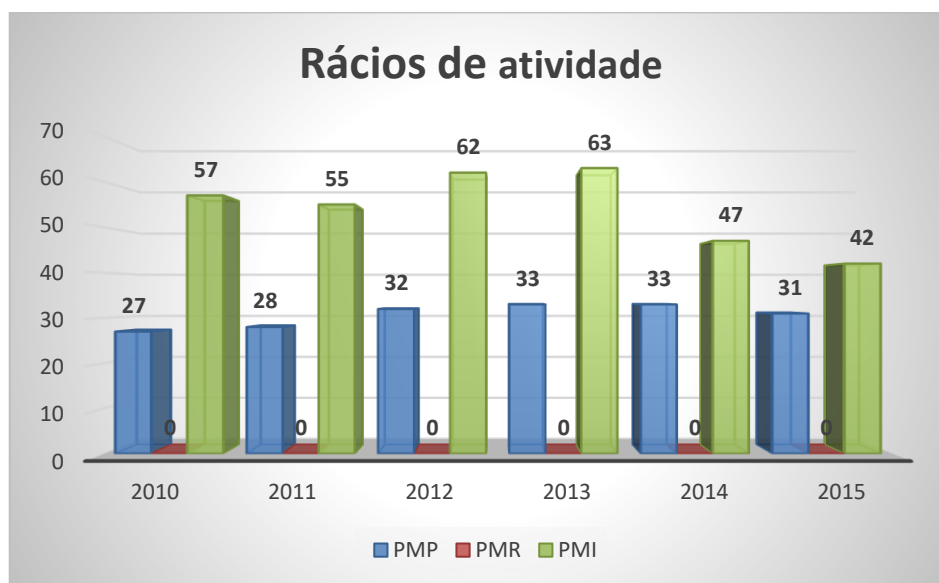


2015, pela primeira vez o setor apresentou uma média positiva de RCP, evidenciando ainda sinais de redução do passivo, o que a continuar contribuirá certamente para uma maior sustentabilidade das empresas do setor.

### 3.7.4 Setor da restauração e similares

Finalmente chegou o momento de desenvolver a análise económica e financeira ao setor da restauração e similares, onde o objetivo principal será avaliar as condições do setor nos últimos anos em termos de atividade, rendibilidade e capacidade financeira. Ao longo desta análise tentaremos encontrar pontos de semelhança e de assimetria entre o setor da restauração e os restantes setores analisados, ao mesmo tempo tentando responder as questões de investigação propostas anteriormente.

Gráfico 31: Rácios de atividade – Setor da restauração e similares



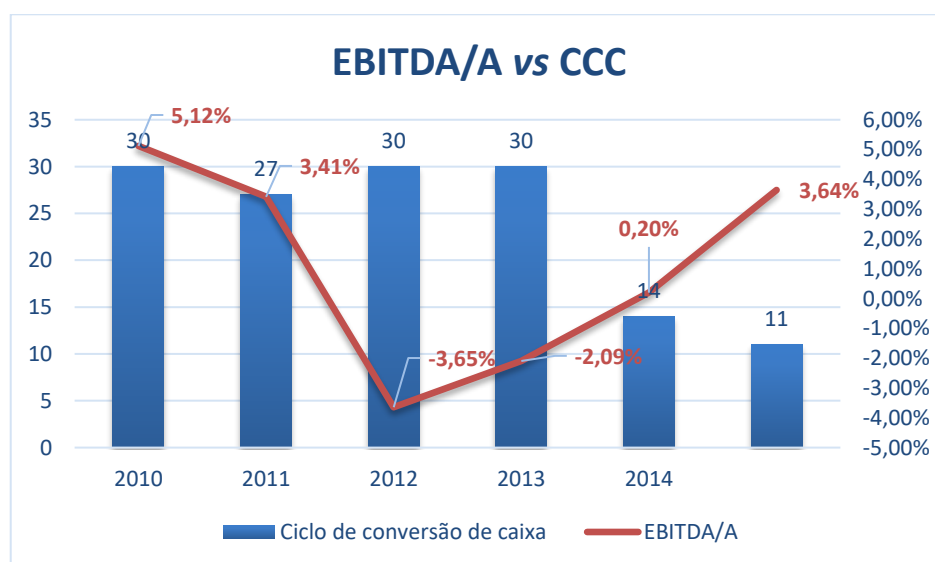
O gráfico acima exposto apresenta a evolução dos rácios de atividade do setor nos últimos seis anos. Durante este período o PMP cresceu constantemente até 2014, apresentando o máximo no período em análise de 33 dias nesse ano. Já em 2015 o PMP decresceu em 2 dias comparativamente ao ano anterior, porém manteve-se a níveis superiores do apresentado nos primeiros anos do período sob análise. Esta tendência de extensão do PMP poderá ser associada ao maior uso das contas a pagar para o financiamento da atividade das empresas do setor, como teremos hipótese de constatar mais à frente.

O PMI por sua vez apresentou uma tendência de crescimento até 2013, expondo uma maior dificuldade no escoamento do inventário pelas empresas do setor, o que deverá estar relacionada com a diminuição da capacidade financeira média das famílias portuguesas, exposto na diminuição constante do consumo privado como mencionado anteriormente na revisão da literatura.

Já em 2014 a média do PMI das empresas do setor da restauração diminuiu em 16 dias comparativamente ao ano transato, impulsionado em parte pelo aumento do volume de negócios em cerca de 5p.p, o que permitiu as empresas do setor aumentarem a velocidade de rotação das suas existências. Salienta-se que neste ano o consumo privado cresceu pela primeira vez no horizonte temporal em análise (crescimento em 2,2%) o que certamente terá impulsionado o crescimento do volume de negócios do setor.

O PMR por sua vez é em média de 0 (zero) dias em todo o horizonte temporal em análise dado o setor funcionar geralmente a pronto pagamento relativamente às suas vendas. Isso permite que as empresas da restauração recebam o valor das vendas a clientes antes mesmo de pagar as compras a fornecedores, porém a diminuição da velocidade de rotação do inventário expresso no aumento do PMI tem anulado em parte as vantagens da manutenção de um reduzido nível de contas a receber, prejudicando assim o CCC médio das empresas do setor como poderemos observar no gráfico seguinte.

Gráfico 32: Evolução EBITDA/A vs CCC – Setor da restauração e similares



Numa primeira observação ao gráfico acima exposto, constata-se que dos setores já analisados o setor da restauração e similares é o que apresenta o menor CCC para todo o período em análise. Isso está relacionado com as características específicas do setor, que

funciona a pronto pagamento (PMR nulo nos seis anos em análise), e onde também pela natureza dos produtos comercializados (maior perecibilidade, etc.), a velocidade de rotação do inventário é, por princípio, superior. Estes fatores fazem com que a velocidade de conversão das compras a fornecedores em caixa seja tradicionalmente maior no setor da restauração comparativamente a outros setores.

Quanto à evolução do CCC no presente setor, à semelhança dos resultados para os outros setores já analisados, verifica-se que não obteve melhorias nos quatro primeiros anos em estudo. O aumento do PMI até 2013 foi acompanhado dum aumento do PMP aos fornecedores, de modo que não houve significativas alterações no período de tempo que decorre desde o do pagamento das compras a fornecedores até o recebimento das vendas a clientes.

O ano de 2014 veio trazer um novo alento para o setor da restauração que vinha passando por um período difícil. A descida do PMI beneficiou o CCC que decresceu em 16 dias em média, traduzindo-se numa maior velocidade de conversão das compras em caixa e dando a indicação duma melhoria da eficiência na gestão do FM. Em 2015 mantiveram-se os sinais de recuperação apresentados no ano anterior, sendo que o CCC atingiu o valor mínimo do período sob análise (11 dias).

A diminuição do CCC nos últimos dois anos coincide com o período em que o índice de rendibilidade operacional dado pelo rácio EBITDA/A mais recupera, como se pode constatar por observação ao Gráfico 32. O valor do rácio era de cerca de 5p.p em 2010, porém deteriora significativamente nos anos seguintes impulsionado pela diminuição dos resultados operacionais (o EBITDA diminui em cerca de 36p.p em 2011 e 200p.p em 2012), atingido um valor negativo em 2012. Esse valor traduz uma grande ineficácia operacional dado que os custos operacionais absorvem a 100% o volume de negócios médio das empresas do setor, não oferecendo margem para suportar quer os custos de depreciações e amortizações, quer os custos financeiros.

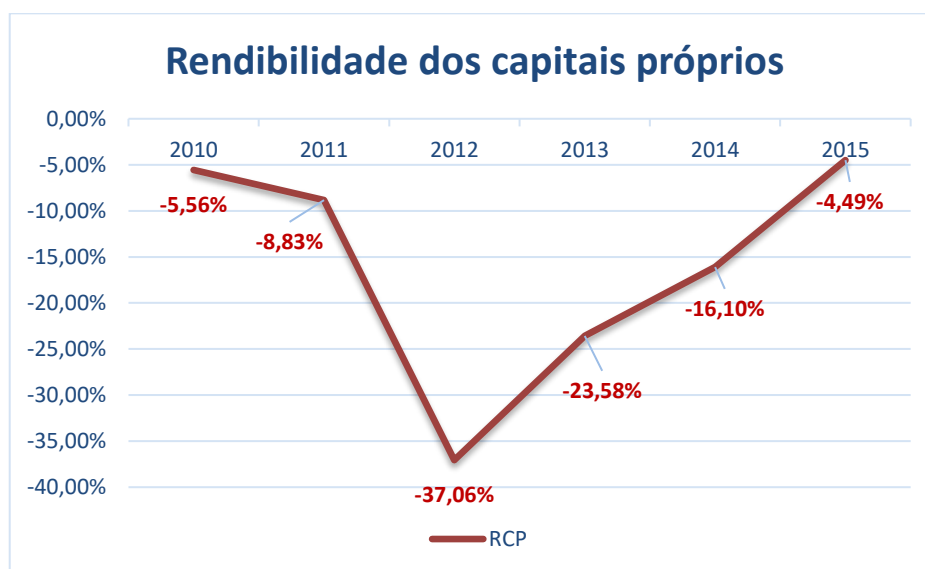
Essa situação (rácio EBITDA/A negativo) continua em 2013, embora com uma menor intensidade, revelando a destruição de valor logo a nível operacional em média no setor da restauração. Contudo nos dois últimos anos, com a melhoria das condições operacionais dada pelo aumento do volume de negócios e do EBITDA, acompanhado duma diminuição do CCC, o setor conseguiu inverter a rendibilidade operacional negativa dos últimos anos,

apresentando um rácio EBITDA/A de 3,64p.p em 2015, valor ainda assim inferior ao apresentado no primeiro ano do período em análise.

Desta forma, podemos mais uma vez associar a diminuição do CCC com o aumento dos níveis de rendibilidade, aliás como mencionado em outros estudos enunciados durante a revisão da literatura que consideram que o aumento da eficiência na gestão do FM dado pela diminuição do CCC, contribui positivamente para a elevação da performance operacional.

A evolução do rácio RCP acompanhou de perto a trajetória do rácio EBITDA/A, deteriorando até atingir um valor mínimo em 2012, e aumentando a partir do ano seguinte.

Gráfico 33: Evolução RCP – Setor da restauração e similares



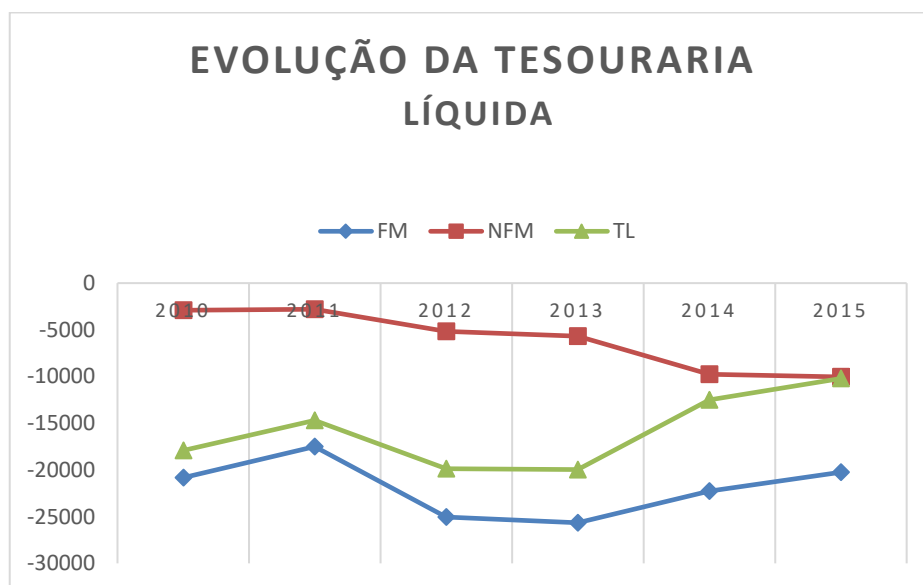
A RCP média do setor da restauração é negativa durante todo o horizonte temporal em análise, denunciando uma situação de constante destruição de valor. A persistência do índice negativo de RCP denuncia uma clara ineficácia por parte das empresas do setor da restauração na utilização dos fundos próprios. Aliás essa ineficácia vem desde o nível operacional, como verificado no Gráfico 32, onde em 2012 e 2013 os resultados de exploração são negativos antes mesmo de serem debitados os custos referentes à depreciação e amortização dos ativos.

Apesar da RCP média do setor ser negativa em todo o horizonte temporal sob análise, e deste modo ser complexo poder se falar numa melhoria do índice de rendibilidade, verifica-se que o nível de destruição de capital diminuiu significativamente nos últimos

anos, dando o setor sinais de recuperação, e de estar a seguir um percurso rumo a um nível mais razoável em termos de rentabilidade.

No gráfico seguinte apresentamos a evolução da TL média do setor da restauração nos últimos seis anos, bem como a dos seus componentes, de forma a analisar a adequabilidade das políticas estratégicas e políticas operacionais das empresas do setor.

Gráfico 34: Evolução da tesouraria líquida – Setor da restauração e similares



Observando o gráfico constata-se que o setor da restauração e similares goza de NFM permanentemente negativas ao longo de todo o horizonte temporal em análise. No presente setor o ciclo de exploração é tradicionalmente curto, sendo normal que este gere recursos financeiros. Por outro lado o ciclo de produção e o valor acrescentado dado à natureza dos produtos comercializados e serviços prestados, não exige grandes reforços de capitais, de modo que é normal que as NFM sejam negativas.

No entanto as empresas da restauração em média não conseguem tirar partido das NFM permanentemente negativas dado que o FM médio é ainda mais negativo, levando a que a TL média do setor seja também constantemente negativa. Este cenário denuncia uma situação de grande desequilíbrio financeiro nas empresas do setor, causada pela insuficiência do FM, fazendo com que a estrutura financeira das empresas esteja permanentemente sob pressão.

Essa maior pressão vem em seguimento da crescente e excessiva dependência do setor face a recursos cíclicos (fornecedores e outros créditos de curto prazo), como é possível constatar pela diminuição das NFM e também pelo aumento do rácio Contas a pagar/Total

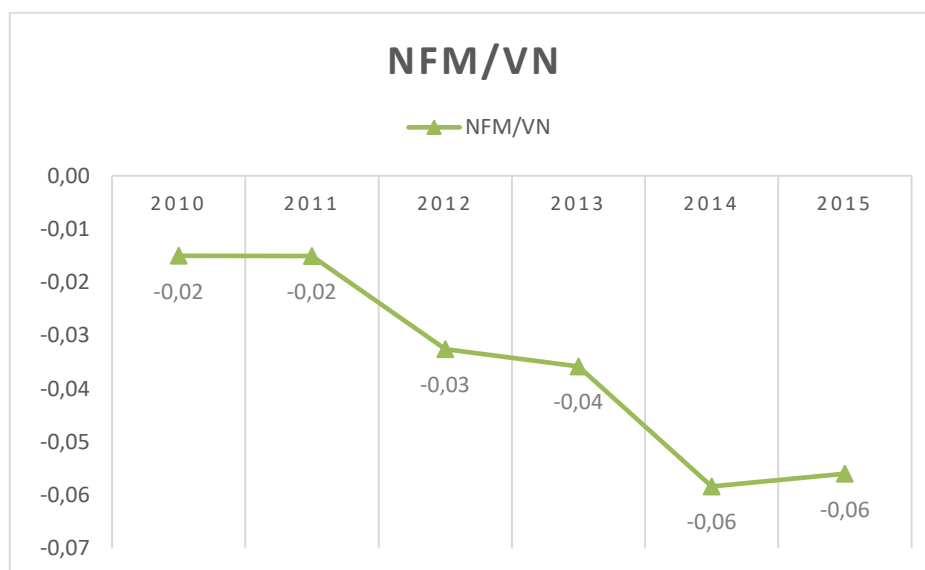
de ativos. Uma vez que o FM é insuficiente para financiar o ciclo de exploração, a tendência é dum aumento do uso dos financiamentos de curto prazo, prejudicando o nível de eficiência operacional, e dando lugar a um aumento do incumprimento das responsabilidades assumidas, como teremos a oportunidade de confirmar mais à frente.

Entre as diferentes classes de dimensão a situação da TL é particularmente preocupante nas micro e nas grandes empresas, que apresentam uma TL negativa em todo o horizonte temporal analisado à semelhança da média do agregado. Já as PME's são as que apresentam um melhor nível de liquidez dado pelo indicador TL, pois apesar do FM ser constantemente negativo, as NFM são ainda mais negativas beneficiando em larga escala a TL.

Embora a TL média do setor seja persistentemente negativa, verifica-se que vem melhorando, recuperando em quase 50p.p nos últimos dois anos. Esta evolução positiva pode ser associada com a melhoria das condições operacionais do setor nos últimos anos, apontado pelo aumento do volume de negócios e do EBITDA, acompanhado de uma diminuição média do CCC. Essa associação decorre de estudos como Richards and Laughlin (1980) e Hill *et al.* (2009), que documentaram uma relação negativa entre o CCC e os índices de liquidez, considerando que uma maior velocidade na conversão das compras a fornecedores em caixa beneficia a tesouraria das empresas.

Procedemos agora à análise da forma como as empresas do setor da restauração vêm gerindo o FM nos últimos anos.

Gráfico 35: Gestão do FM – Setor da restauração e similares



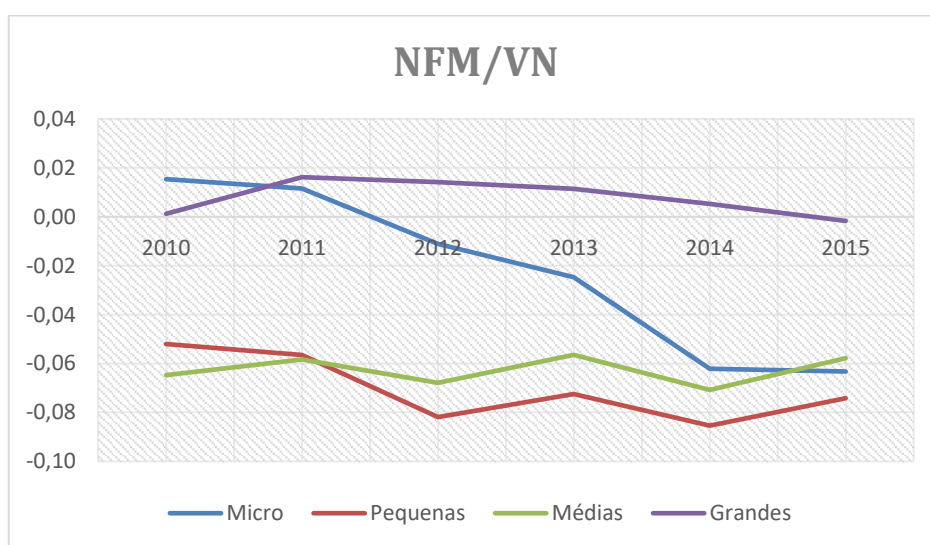
Observando o Gráfico 35 nota-se facilmente que o rácio NFM/VN é negativo durante todo o horizonte temporal em análise, contrariamente ao verificado nos outros setores já analisados. Como já salientado, isto acontece dado as condições específicas do setor da restauração, caracterizado por um menor ciclo operacional comparativamente aos setores industriais, e que funciona geralmente a pronto pagamento de modo que o valor das contas a receber é reduzido/nulo.

Para além das condições operacionais típicas do setor, o rácio negativo de NFM/VN e a sua evolução negativa durante o horizonte temporal em análise podem ser associados ao aumento das dificuldades financeiras, provocados pela deterioração das condições de exploração no setor de restauração, como sugerido por Hill *et al.* (2009) no seu estudo sobre o comportamento das NFM operacionais. O autor sugere que NFM negativas podem não ser necessariamente planeadas, mas sim impostas pelas condições desfavoráveis de exploração.

Durante o horizonte temporal em estudo verificou-se uma diminuição gradual do rácio NFM/VN até atingir um valor mínimo em 2014. O rácio é cada vez mais negativo, sendo essa evolução provocada principalmente pelo maior uso das contas a pagar no financiamento do ciclo operacional.

Entre as diferentes classes dimensionais verifica-se que o rácio NFM/VN não varia muito, apresentando um maior equilíbrio do que o exibido nos setores anteriormente analisados.

Gráfico 36: Gestão do FM por classes dimensionais – Setor da restauração e similares



De entre as quatro classes dimensionais apresentadas no gráfico, é nas microempresas que o rácio NFM/VN mais varia, apresentando uma evolução constantemente negativa durante

todo o horizonte temporal em análise. Já nas PME's apesar do rácio apresentar variações positivas e negativas alternadamente durante os seis anos em análise, verifica-se que a amplitude dessa variação é reduzida, sugerindo uma maior estabilidade das condições operacionais das empresas deste grupo (comparativamente às microempresas). Nas grandes empresas por sua vez, após um ligeiro aumento em 2011, verificou-se uma evolução constantemente negativa do rácio NFM/VN. À semelhança do sucedido para as PME's verifica-se que a amplitude dessa variação é reduzida.

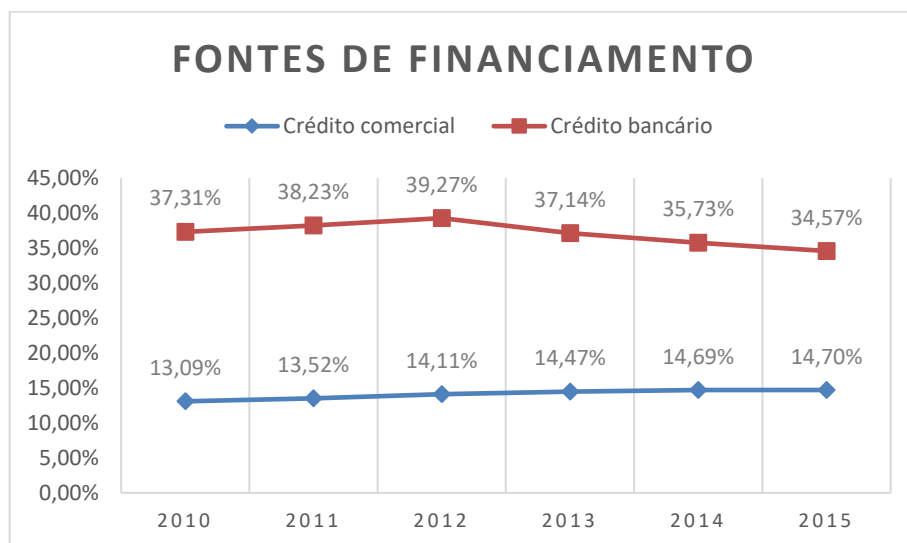
Nota-se ainda que as grandes empresas representam o único grupo dimensional a apresentar um rácio NFM/VN positivo em grande parte do horizonte temporal em análise. Estes resultados estão em linha com os estudos de Hill *et al.* (2009), onde os autores documentaram que as empresas de maior dimensão e com maior poder de mercado, geralmente apresentam níveis superiores de NFM (políticas mais conservadoras na gestão do FM).

Por outro lado documentaram os autores que empresas com NFM negativas, geralmente são aquelas que apresentam uma menor capacidade interna de financiamento e uma maior dificuldade no acesso ao mercado de capitais, sendo que estas NFM negativas não são necessariamente planeadas, resultando muitas vezes da maior dificuldade financeira dessas empresas, imposta pelas condições operacionais desfavoráveis. Os resultados de Hill *et al.* (2009) são consistentes com o presente estudo, onde as microempresas são as que apresentam uma menor capacidade interna de financiamento (autonomia financeira constantemente negativa), como teremos a oportunidade de confirmar mais à frente.

Tendo em conta a conjuntura económica de crise vivida em Portugal durante o horizonte temporal em estudo, e principalmente até 2013, torna-se importante analisar a evolução do crédito bancário e do crédito comercial como fontes de dívida.



Gráfico 37: Evolução crédito comercial vs crédito bancário – Setor da restauração e similares



Observando o gráfico acima exposto, verifica-se que o crédito comercial apresenta uma tendência claramente crescente durante todo o horizonte temporal em análise. O rácio Contas a pagar/Total de ativos é de 13,09% em 2010 crescendo (embora ligeiramente) ano após ano até atingir um valor de 14,70% em 2015.

Essa tendência de evolução positiva propõe que as empresas do setor da restauração aumentaram o uso do crédito comercial como fonte de dívida durante os últimos anos. Isto está em linha com Nilsen (2002) e Love *et al.* (2007), que encontraram evidências em seus estudos de que em períodos de recessão económica, quando a disponibilidade de outras fontes de financiamento (nomeadamente o crédito bancário) é menor, as empresas tendem a aumentar o uso do crédito comercial como fonte alternativa/complementar de financiamento.

A evolução do rácio Contas a pagar/Total de ativos foi similar ao constatado nas indústrias do vestuário e do calçado, e contrária à evolução no setor do alojamento. Contudo no presente setor o rácio aumentou continuamente durante todo o horizonte temporal em estudo, enquanto que nos setores industriais constatou-se uma tendência de diminuição do uso do crédito comercial principalmente a partir de 2014, altura em que a economia portuguesa começou a apresentar alguns sinais de recuperação, e que diminuíram os constrangimentos no acesso ao crédito bancário.

Por outro lado e quanto a evolução do financiamento por crédito bancário no setor da restauração, verifica-se uma tendência geral de decréscimo, apesar de um crescimento

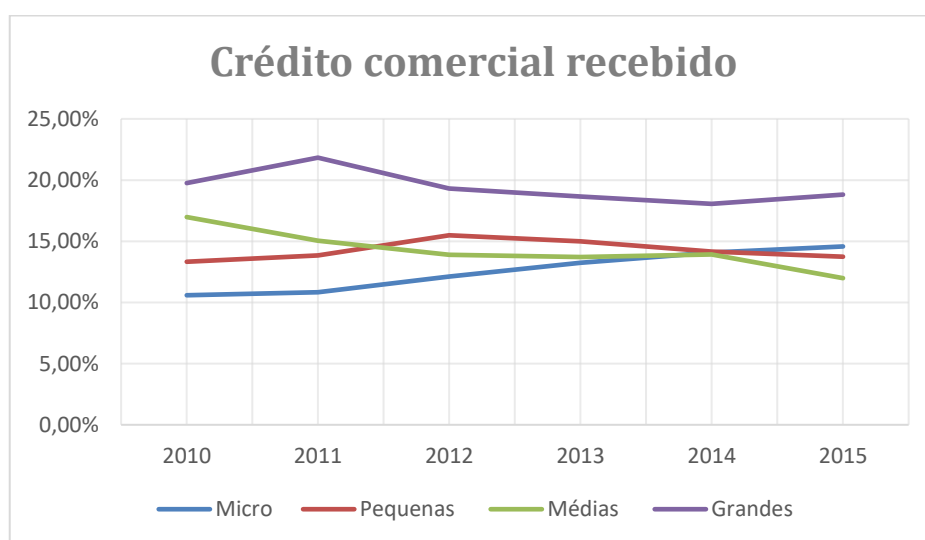
ligeiro em 2011 e 2012. A evolução do uso do crédito bancário acompanha aliás a tendência de desalavancagem das empresas privadas portuguesas que vem se verificando principalmente desde 2011 com a intervenção da Troika na economia portuguesa.

À semelhança do que vem acontecendo para o agregado das SNF portuguesas, e como foi mencionado durante a revisão da literatura, essa desalavancagem é feita de forma lenta visto que o financiamento por crédito bancário dado pelo rácio Financiamentos obtidos/Total de ativos diminuiu somente em cerca de 3p.p de 2010 para 2015.

Nota-se que apesar do rácio Financiamentos obtidos/Total de ativos ter aumentado ligeiramente em 2011 e 2012, de uma forma global o comportamento dos dois rácios expressos no Gráfico 37 apontam para o aumento do uso das contas a pagar como fonte de financiamento, e para a diminuição do uso do crédito bancário pelas empresas do setor da restauração. Esse comportamento inverso está em linha com estudos prévios citados durante a revisão da literatura, nomeadamente Love *et al.* (2007) e Yang (2011), que documentaram uma associação negativa entre as contas a pagar e o crédito bancário.

Se tivermos em conta a evolução do rácio Contas a pagar/Total de ativos entre as diferentes classes dimensionais, é possível verificar que o aumento do uso do crédito comercial verificado para o agregado do setor no gráfico anterior não se estende a todas as classes de dimensão.

Gráfico 38: Financiamento por crédito comercial por classes dimensionais – Setor da restauração e similares



Na verdade, as microempresas representam a única classe dimensional em que o uso do crédito comercial aumenta durante os seis anos em análise à semelhança do agregado do

setor. Isso acontece devido ao grande peso que estas têm no conjunto da restauração e similares, representando 91% do total das empresas, tendo assim um maior impacto sobre a média do setor.

Observando o Gráfico 38 é possível constatar ainda que são as grandes empresas a utilizarem em maior proporção as contas a pagar como fonte de dívida (crédito comercial). Este resultado é inconsistente com estudos como Elliehausen e Wolken (1993) e Nilsen (2002), que consideram que as grandes empresas dado terem uma maior facilidade no acesso a outras fontes de financiamento (crédito bancário e mercado de capitais nomeadamente), utilizam em menor escala o crédito comercial como fonte de financiamento. Já as PME's apresentando maiores dificuldades no acesso ao mercado de capitais e ao crédito bancário, estariam mais dependentes do crédito comercial como fonte de financiamento, utilizando-o num nível superior comparativamente às grandes empresas.

De igual forma, o resultado para o setor da restauração afasta-se dos resultados das análises às indústrias do vestuário e do calçado, onde as microempresas e as PME's utilizam o crédito comercial como fonte de financiamento numa proporção superior às grandes empresas. Por outro lado aproximam-se das conclusões para o setor do alojamento, onde as grandes empresas também são as que mais recorrem ao uso das contas a pagar no financiamento da sua atividade.

Depois da análise à evolução do uso das contas a pagar como fonte de financiamento, procedemos agora à avaliação das condições de exploração corrente do setor, através de uma análise biunívoca entre ROA e o custo dos financiamentos obtidos.

Quadro 6: Equilíbrio de exploração corrente – Setor da restauração e similares

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ROA</b>	-6,48%	-10,32%	-29,85%	-32,02%	-36,84%	-32,51%
<b>Custos dos financiamentos obtidos</b>	3,19%	3,78%	3,79%	3,53%	3,44%	3,36%
<b>Diferencial</b>	-9,67%	-14,10%	-33,64%	-35,55%	-40,28%	-35,87%

Analisando primeiramente o custo dos financiamentos obtidos, verifica-se à semelhança do sucedido nos três setores anteriormente analisados e no agregado das SNF, que este aumenta até atingir um valor máximo em 2012 e posto isto começa a descrever uma trajetória decrescente até ao fim do horizonte temporal em estudo. A média do custo dos financiamentos no setor da restauração em 2015 é superior ao do setor do alojamento (2,8%), porém é inferior à média do agregado das SNF (4,14%).

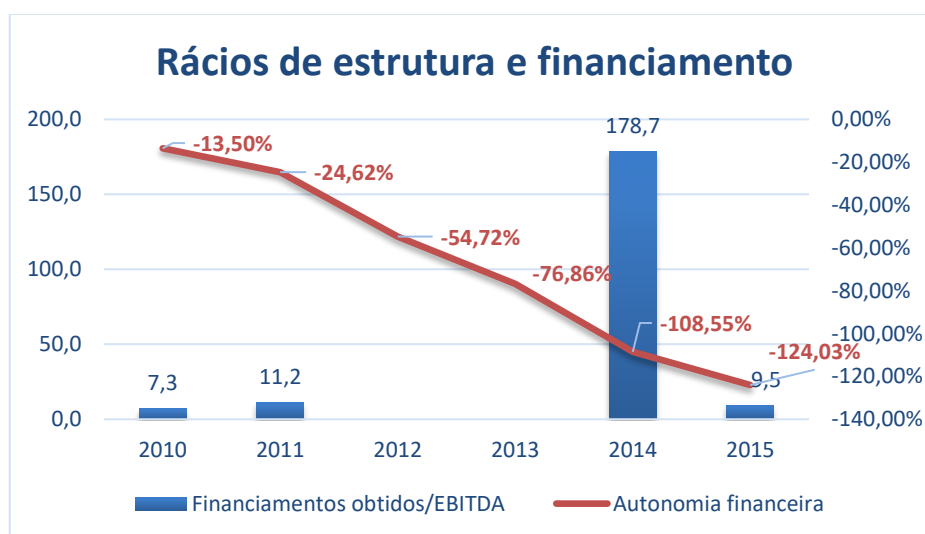
Quando comparado com a ROA média do setor, verifica-se um desequilíbrio médio de exploração corrente, dado à ineficácia média dos ativos das empresas do setor na geração de retornos, o que vem prejudicando a viabilidade financeira das empresas.

Se o diferencial entre a ROA e o custo dos financiamentos obtidos já era negativo em 2010, a verdade é que nos anos seguintes a tendência foi de agravamento, provocado tanto pelo aumento do custo dos financiamentos, como pelo aumento do nível de destruição de valor no setor (ROA negativa).

É de se salientar que essa situação é generalizada sobretudo nas microempresas onde o desequilíbrio de exploração corrente é mais acentuado, dado a média de ROA ser constantemente negativa. Nas médias e nas grandes empresas o diferencial entre a ROA e o custo dos financiamentos é positivo durante todo o horizonte temporal analisado, o que traduz um maior equilíbrio de exploração corrente nestas empresas e uma maior viabilidade financeira, visto que os ativos geram retornos suficientes para cobrir o custo dos financiamentos. Então à semelhança do que acontece no setor do alojamento, verifica-se que o diferencial médio do agregado não é representativo das diferentes classes dado que a situação de desequilíbrio de exploração corrente é essencialmente afetada pela situação das microempresas, que compõem a grande maioria das empresas constituintes do setor.

Analisando os rácios de estrutura e financiamento podemos também constatar a degradação das empresas do setor em termos de capacidade financeira nos últimos anos e a sua excessiva dependência face a capitais alheios.

Gráfico 39: Rácios de estrutura e financiamento – Setor da restauração e similares



O rácio de autonomia financeira do setor é negativo em todo o horizonte temporal em análise, indicando que em média as empresas do setor da restauração estão totalmente dependentes de capitais alheios para o financiamento da sua atividade. Para além disso, a autonomia financeira vem se agravando constantemente, apresentando uma trajetória negativa durante os seis anos em análise.

Na verdade o setor da restauração e similares representa um dos grupos setoriais com maior exposição ao financiamento externo no mercado português, sendo imperativo a necessidade de um desendividamento generalizado nos próximos anos. Segundo Martins, Barros e Simões (2014) o setor do alojamento e restauração (aqui conjuntamente) inclui o leque de grupo setoriais que apresentam um elevado número de empresas em risco, traduzindo-se num valor elevado da dívida em risco de incumprimento (46%).

Para termos ainda uma maior noção sobre o nível de endividamento das empresas do setor da restauração, salienta-se que segundo a análise setorial do alojamento e restauração do BdP, mais de metade das empresas do setor (58%) apresentavam capitais próprios negativos em 2015, sendo este valor 29p.p acima do valor para o total das empresas.

Para além do endividamento excessivo, a contínua destruição de valor já abordada anteriormente tem contribuído fortemente para o agravamento do nível de autonomia financeira média do setor. Apesar de sinais de recuperação, o resultado líquido médio das empresas do setor continua a ser negativo, contribuindo assim para a evolução negativa da autonomia financeira.

Pela análise do nível do rácio Financiamento obtidos/EBITDA também é possível constatar a reduzida capacidade financeira média das empresas do setor e a necessidade imperativa de diminuição do passivo.

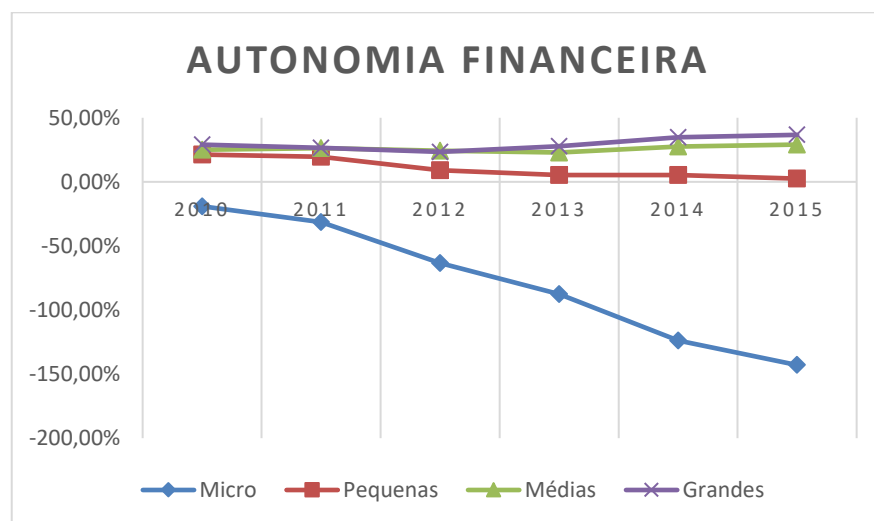
Este rácio que pode ser interpretado como o número de anos necessários para que o EBITDA cubra os financiamentos das empresas, em 2010 situava-se a volta dos 7 anos, valor igual para o agregado das SNF. Contudo a degradação do EBITDA nos anos seguintes fez com que o rácio deteriora-se, sendo que não apresentamos o valor do rácio em 2012 e 2013, porque nestes anos a média do EBITDA foi negativa para as empresas do setor da restauração.

Já em 2015 com o aumento do volume de negócios nas empresas do setor a par duma evolução favorável dos custos operacionais, o EBITDA duplicou resultando numa diminuição significativa do rácio como se pode constatar no Gráfico 39. Apesar desta

diminuição, o rácio Financiamentos obtidos/EBITDA do setor da restauração é em 2015 bem superior à média do agregado das SNF, sendo que mantendo o nível de EBITDA constante, as empresas da restauração levariam quase 10 anos a amortizar os seus financiamentos (valor similar ao apresentado pelo setor do alojamento), enquanto o agregado das SNF podia fazê-lo em média em menos de 6 anos.

Para culminar a análise ao setor da restauração e similares, apresentamos em seguida o gráfico com a evolução do rácio de autonomia financeira pelas diferentes classes dimensionais constituintes do setor.

Gráfico 40: Autonomia financeira por classes dimensionais – Setor da restauração e similares



Observando o gráfico constata-se facilmente que o nível de autonomia financeira difere entre as diferentes classes dimensionais. As microempresas apresentam valores negativos durante todo o horizonte temporal analisado, expondo o seu funcionamento totalmente suportado por capitais alheios. Para além de valores constantemente negativos de autonomia financeira, esta apresenta uma evolução desfavorável não dando qualquer sinais de uma eventual recuperação.

As pequenas empresas por sua vez, apesar de apresentarem uma autonomia financeira positiva em todo o horizonte temporal, passaram por um período de forte deterioração do rácio nos últimos anos, sendo que a autonomia financeira média que era de cerca de 21,7% em 2010, diminui constantemente durante os anos consecutivos apresentando um valor de 2.5p.p em 2015. Em cinco anos a autonomia financeira média das pequenas empresas

diminui em quase 20p.p, o que pode ser associado à constante destruição de valor ao longo dos últimos anos.

Já nas médias e nas grandes empresas, o rácio de autonomia financeira expõe o maior equilíbrio financeiro destas empresas entre as diferentes classes dimensionais, pois para além de elevados rácios de autonomia financeira (comparativamente às demais classes), estas apresentam uma evolução positiva ao longo dos últimos anos e principalmente após 2012.

Assim fica visível que a autonomia financeira média do setor não é representativa das diferentes classes, pois é influenciada essencialmente pelos valores negativos apresentados pelas microempresas, devido ao maior peso desta classe no setor da restauração.

Da mesma forma que os resultados para as indústrias do vestuário e do calçado, verifica-se para o presente setor que são as grandes empresas a apresentarem maiores níveis de autonomia financeira. Na verdade o nível de autonomia financeira no setor varia diretamente com a dimensão das empresas, sendo que é tanto maior quanto maior for a classe dimensional.

Isso contraria de certa forma a visão enunciada na teoria do *trade-off*, que relaciona uma maior tangibilidade dos ativos e uma maior dimensão das empresas, a níveis superiores de endividamento. Então as grandes empresas segundo esta teoria tendem a ter maiores níveis de endividamento (menor autonomia financeira) dado possuírem um maior nível de colaterais, de modo que as entidades credoras apresentam geralmente uma maior disponibilidade em oferecer créditos a essas empresas.

Então da análise ao setor da restauração e similares, fica a ideia de uma grande deterioração económica e financeira das suas empresas. Mais de metade das empresas do setor apresentam capitais próprios negativos, o nível de destruição de valor atingiu patamares extremos durante o horizonte temporal analisado, as condições de exploração corrente são desfavoráveis, verificando-se uma ausência de viabilidade económica e financeira em média nas empresas do setor. Contudo, apesar da deterioração das condições económicas e financeiras do setor ser transversal a todas as classes dimensionais, é de se realçar mais uma vez que os valores extremos são essencialmente da responsabilidade das microempresas que constituem 91% do setor, sendo que as outras classes apresentam para todo horizonte temporal analisado melhores rácios, traduzindo-se numa maior solidez financeira.

## 4. CONCLUSÕES

### 4.1 Análise dos resultados e resposta às questões de investigação

Após a análise económica e financeira desenvolvida no capítulo anterior, foi possível encontrar resultados que permitiram dar resposta às várias questões de investigação propostas no início do estudo empírico.

**Q1: Existe uma conexão entre a melhoria dos indicadores de eficiência na gestão do FM e a evolução positiva dos indicadores de rentabilidade operacional?**

**R:** À semelhança do documentado em outros estudos que relacionaram a gestão financeira de curto prazo com a rentabilidade operacional através de testes estatísticos, nomeadamente Aktas *et al.* (2014), Baños-Caballero *et al.* (2013b), Deloof (2003), Mota (2013) e Pais (2014), o presente estudo notou a existência de uma conexão entre os indicadores da eficiência de gestão do FM (PMR, PMI e CCC) e o índice de rentabilidade operacional utilizado (EBITDA/A). Os anos em que o rácio EBITDA/A mais aumentou coincidem com os anos em que a média do CCC diminui, dando a indicação de que a melhoria das condições de exploração, nomeadamente a maior velocidade de conversão das compras a fornecedores em caixa, teve um impacto positivo sobre o desempenho operacional das empresas.

Nas indústrias do vestuário e do calçado verificou-se uma tendência clara de melhoria da performance operacional, dado pelo aumento do rácio EBITDA/A. Contudo em alguns anos (2012 para a indústria do vestuário e 2014 para a indústria do calçado) o rácio EBITDA/A decresceu, porém esse decréscimo foi ligeiro (0,6p.p na indústria do vestuário e 0,1p.p na indústria do calçado).

Nos setores do alojamento e da restauração e similares, contrariamente aos primeiros, não se verificou uma tendência clara de melhoria da performance operacional durante o período analisado. De igual forma, para além destes setores apresentarem tradicionalmente um reduzido CCC como já fora anteriormente mencionado, durante os primeiros anos do horizonte temporal analisado (de 2010 a 2013) verificaram-se variações pouco relevantes no CCC, de modo que neste primeiro período, particularmente, não foi possível encontrar sinais que permitissem reconhecer uma associação negativa entre o CCC e o rácio EBITDA/A.



Na verdade até 2012 registaram-se fortes quebras no rácio EBITDA/A, atingindo ambos os setores valores mínimos do período em análise nesse ano (0,34% para o alojamento e - 3,65% para a restauração e similares). Nessa primeira fase, nomeadamente em 2012 no setor do alojamento e em 2011 no setor da restauração, não se verificaram comportamentos inversos entre o CCC e o rácio EBITDA/A, tendo ambas as medidas apresentado uma variação negativa. Esse facto pode ser associado à conjuntura económica do país nessa primeira fase, em que a diminuição da atividade económica e principalmente do consumo privado afetou diretamente o volume de negócios dos setores do alojamento e da restauração e similares, a par dum aumento generalizado dos custos (energia, IVA restauração, etc.), de modo que o efeito da conjuntura económica de crise sobre a performance operacional terá sido superior ao efeito da diminuição dos prazos de atividade.

Contudo nos anos seguintes (em que os efeitos negativos da crise atenuaram-se) verificaram-se variações positivas do rácio EBITDA/A a par de uma diminuição do CCC, de modo que podemos dizer que a maior eficiência na gestão do FM teve um impacto positivo sobre os níveis de performance operacional.

Concluimos assim que a relação negativa entre os índices de performance operacional e os prazos de atividade foi maior nos setores industriais do que no alojamento e na restauração e similares. Como possível fator explicativo dessa circunstância, podemos apontar o facto de que as indústrias do vestuário e do calçado constituírem setores virados essencialmente para a exportação, de modo que o efeito da conjuntura económica de crise da economia portuguesa não foi tão intenso como o verificado para os demais setores.

## **Q2: Uma maior velocidade de conversão de caixa (menor CCC) pode ser associada a melhores níveis de tesouraria?**

**R:** A análise económica e financeira aos quatros setores de atividade permitiu concluir que o aumento da velocidade de conversão das compras a fornecedores em caixa tem um impacto positivo sobre o índice de tesouraria. Para todos os setores analisados, verificou-se que a diminuição do CCC nos últimos anos do horizonte temporal analisado (principalmente 2014 e 2015) coincidiu com os anos em que a TL média mais aumentou. Essa associação já tinha sido documentada em estudos anteriores, nomeadamente Hill *et al.* (2009) e Richards and Laughlin (1980), advindo da maior rotação do inventário e da maior rapidez no recebimento do valor das vendas a clientes (expressos na diminuição do CCC),

o que permitirá *cetérís paribus* às empresas manter um nível razoável de liquidez, contribuindo positivamente para um maior equilíbrio financeiro.

Nos setores industriais apesar de em alguns anos (2011 nomeadamente) a evolução do CCC e da TL média não fora inversa, verificou-se para os restantes anos que a diminuição do CCC foi acompanhada de um forte aumento do índice médio de tesouraria. Na indústria do vestuário no período compreendido entre 2010 e 2015, o CCC médio diminuiu em 52 dias, sendo que a TL média apesar de ser negativa em todo o horizonte temporal analisado, apresenta uma forte recuperação face ao valor apresentado no início do período (TL média de € -50.603 em 2010 para uma média de TL de € -2.160 em 2015), dando indicações de estar a aproximar-se de níveis mais razoáveis de tesouraria.

No setor do calçado em igual período o CCC médio diminuiu em 18 dias, sendo que a TL média que era negativa em 2010 (€ -24.081), melhora nos anos seguintes até atingir um valor positivo já em 2013 (€ 2.209). Após 2013, a variação positiva da TL média do setor continua, sendo que em 2015 o setor atinge o valor máximo de TL média no período analisado (€ 30.857).

Contudo, se nas anteriores indústrias foi possível constatar com uma maior facilidade a associação negativa entre a diminuição do CCC e o aumento do nível médio de tesouraria, nos setores do alojamento e da restauração e similares dado a TL média apresentar valores fortemente negativos durante todo o horizonte temporal em análise isto não é verdade, de modo que se torna complexo falar numa melhoria do índice médio de tesouraria.

Não obstante, salienta-se que ao longo dos anos vem se verificando um menor desequilíbrio entre o nível médio de FM e as necessidades do ciclo de exploração, embora a TL média dos setores do alojamento e da restauração e similares apresentem ainda em 2015 valores fortemente negativos. Em ambos os setores o CCC só começou a decrescer em 2014, sendo também nos dois últimos anos, o período em que a TL mais recupera. No setor do alojamento o CCC médio passou de 17 dias em 2013 para 10 dias em 2015, sendo que a TL teve uma evolução positiva (€ -490.118 em 2013 para € -185.363 em 2015). Já no setor da restauração o CCC médio decresceu em 19 dias de 2013 para 2015, sendo que a TL média do setor também apresentou uma evolução positiva (€ -19.960 em 2013 para € -10.210 em 2015).

**Q3: Em períodos de recessão económica, caracterizadas por uma maior incerteza de vendas e pelo aumento da probabilidade de dificuldades financeiras, as empresas adotam geralmente políticas mais agressivas/eficientes na gestão do FM?**

A análise à evolução das políticas de FM através do rácio NFM/VN permitiu verificar para todos os setores analisados, que em média as empresas passaram a adotar políticas mais agressivas/eficientes na gestão do FM durante o período de crise económica e financeira, sendo estes resultados consistentes com as previsões de Hill *et al.* (2009). O estudo desenvolvido sugeriu que nas indústrias do vestuário e do calçado a maior agressividade na gestão do FM passou principalmente pela maior restrição à concessão de créditos a clientes e pela redução do nível de inventário, como forma de proteção contra as condições conjunturais e operacionais menos favoráveis (principalmente até 2012), sendo desta forma resultado de um planeamento, pelo que se pode dizer que mais de que uma maior agressividade na gestão do FM, as indústrias do vestuário e do calçado passaram a adotar políticas mais eficientes.

Pelo contrário, no setor do alojamento e no setor da restauração e similares a análise sugeriu que a maior agressividade na gestão do FM não resulta de um planeamento, mas sim foi imposta pelas condições adversas de exploração e pela maior dificuldade financeira das empresas destes setores, que viram-se obrigadas a aumentar o uso do crédito comercial para financiar o ciclo de exploração, dado que o FM médio destes setores é constantemente negativo, e deste modo insuficiente para fazer face às necessidades do ciclo de exploração.

**Q4: As empresas de menor dimensão usam geralmente políticas mais agressivas na gestão do FM?**

**R:** A análise da evolução do rácio NFM/VN para as diferentes classes dimensionais de cada setor sugeriu que nas indústrias do calçado e do vestuário as empresas de menor dimensão são as que adotam políticas mais agressivas na gestão do FM, em linha com os enunciados de Hill *et al.* (2009). Nesses dois setores o rácio NFM/VN varia diretamente com a dimensão das empresas, sendo que quanto maior a dimensão, maior é o valor do rácio. Podemos associar esse comportamento com a maior capacidade financeira e maior facilidade no acesso ao crédito bancário das grandes empresas que deste modo estão em condições de oferecer condições de crédito mais favoráveis aos seus clientes, e de realizar um maior investimento em inventários, gerindo o seu FM de forma mais liberal.

No setor da restauração o comportamento é idêntico, sendo que as grandes empresas são as que apresentam um maior rácio NFM/VN. Porém, ao contrário do sucedido nas indústrias do vestuário e do calçado, o valor do rácio para as diferentes classes sugerem que as microempresas adotam políticas menos agressivas na gestão do FM do que as PME's.

O setor do alojamento por sua vez é o único onde não se verificou maiores rácios NFM/VN para as grandes empresas, sendo que a análise ao setor sugeriu que as microempresas seguidas das pequenas empresas são as que adotam políticas menos agressivas na gestão do FM. Contudo, salienta-se que essa menor agressividade poderá estar associada a uma menor capacidade para financiar o ciclo de exploração com recurso às contas a pagar e não com um maior investimento em inventário ou em contas a receber.

**Q5: As empresas de menor dimensão recorrem em maior proporção ao uso do crédito comercial como fonte de dívida comparativamente às empresas de maior dimensão?**

**R:** Para as indústrias do calçado e do vestuário, o nível do rácio Contas a pagar/Total de ativos sugeriu que as empresas de menor dimensão usam o crédito comercial para o financiamento da sua atividade numa proporção superior às grandes empresas. Esses resultados são consistentes com Elliehausen e Wolken (1993) e Nilsen (2002) que documentaram que uma vez que as pequenas empresas têm maiores dificuldades no acesso a outras fontes de financiamento (nomeadamente o crédito bancário e o mercado de capitais), estas geralmente financiam-se através das contas a pagar numa maior proporção comparativamente às grandes empresas.

Contudo a situação é inversa no setor da restauração e no setor do alojamento, sendo que nestes setores são as grandes empresas a financiarem-se em maior escala pelo uso do crédito comercial. Uma possível explicação para este comportamento inverso advém do facto de as indústrias do vestuário e do calçado estarem viradas essencialmente para a exportação (as primeiras exportam cerca de 98% da sua produção, enquanto que o segundo grupo exporta 82%), sendo que segundo informações da central de responsabilidade de crédito, os constrangimentos no acesso ao crédito bancário foram menores nos setores exportadores, tendo os empréstimos concedidos pelas IC aumentado inclusivamente a partir de 2013. Então, dado que as grandes empresas têm geralmente maiores facilidades no acesso ao crédito bancário, é normal que estas financiem-se por crédito comercial numa menor proporção do que as empresas de menor dimensão.

Por outro lado, nos setores não exportadores a variação anual dos empréstimos concedidos é constantemente negativa durante todo o período compreendido entre 2010 e 2015, ou seja, a diminuição da disponibilidade de crédito bancário persistiu durante todo este período. Assim sendo é natural que as empresas das diferentes classes dimensionais recorressem em maior proporção ao financiamento por crédito comercial como substituto/complemento ao crédito bancário. Contudo segundo Choi e Kin (2005) e Love *et al.* (2007) salientam, apesar da procura por crédito comercial aumentar durante os períodos de recessão económica, a disponibilidade do mesmo tende a diminuir nesses períodos, dependendo o financiamento por esta via ainda em maior escala do poder negocial, da reputação das empresas quanto ao cumprimento das suas obrigações de crédito, e das condições operacionais e financeiras destas empresas.

Então, uma vez que as grandes empresas (como o salientado durante a análise económica e financeira) apresentam melhores condições financeiras (autonomia financeira nomeadamente) comparativamente às empresas de menor dimensão, é normal que estas financiem-se em maior escala com recurso ao crédito comercial, dado apresentarem uma menor probabilidade de incumprimento das suas obrigações de crédito, e deste modo as empresas credoras estarem mais dispostas a conceder crédito comercial a estas empresas. Nesta linha vale reforçar que no setor da restauração nomeadamente, a grande maioria das microempresas apresentam rácios negativos de autonomia financeira e rendibilidades constantemente negativas, de modo que é natural que as empresas credoras limitem a concessão de créditos comerciais a essas empresas, traduzindo-se num menor financiamento por esta fonte de dívida.

**Q6: Em períodos de recessão económica há um aumento da utilização do crédito comercial como fonte de financiamento alternativa ao crédito bancário?**

**R:** Para todos os setores analisados, a evolução do rácio Contas a pagar/Total de ativos sugeriu um aumento do uso do crédito comercial nos primeiros anos do horizonte temporal em análise. Esse comportamento pode ser associado a maiores restrições no acesso ao crédito bancário principalmente após a intervenção da Troika na economia portuguesa em 2011, em que os bancos foram obrigados a cumprir rácios de risco mais conservadores, tendo de ser mais seletivos na concessão de crédito, o que obrigou as empresas a procurarem outras formas de financiamento complementares e/ou alternativas ao financiamento bancário. Este comportamento é consistente com os enunciados de Love *et al.* (2007), Nilsen (2002) e Yang (2011).

Contudo nos últimos anos do período analisado, com o relaxamento das restrições no acesso ao crédito bancário, verificou-se uma diminuição do uso do crédito comercial na maioria dos setores analisados. O setor da restauração é o único setor analisado em que a tendência de aumento no uso do crédito comercial estende a todos os anos do período compreendido entre 2010 e 2015, o que pode ser associado a maiores dificuldades financeiras neste setor (maior endividamento e FM médio constantemente negativo), que encontra nas contas a pagar a única fonte de financiamento possível para o seu ciclo operacional.

**Q7: Existe uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento, e entre a dimensão das empresas e o endividamento?**

**R:** Esta questão surge no seguimento dos enunciados da teoria do *trade-off* que sugerem que as grandes empresas apresentam um maior nível de endividamento, uma vez que as IC estão mais dispostas a emprestar capital a essas empresas dado a um maior volume de colaterais e a uma menor probabilidade de falência associada às grandes empresas. Contudo isso não se verifica no presente estudo, uma vez que na maioria dos setores o nível de endividamento (dado pelo rácio de autonomia financeira) varia inversamente com a dimensão das empresas, ou seja, quanto maior a classe dimensional menor é o nível de endividamento. Este comportamento verifica-se tanto nas indústrias do vestuário e do calçado, como no setor da restauração e similares.

O setor do alojamento por sua vez é o único em que essa relação não é tão direta, sendo que as pequenas empresas são as que apresentam um menor nível de endividamento, logo seguidas pelas grandes empresas. Porém, à semelhança dos outros setores analisados, o maior nível de endividamento cabe às microempresas.

Salienta-se antes, que estes resultados aproximam-se mais da teoria do *pecking order*, que sugere que as empresas com maior capacidade financeira apresentam geralmente um menor nível de endividamento, financiando-se privilegiadamente com recurso aos fundos próprios.

## 4.2 Conclusão

Durante o recente período de recessão económica, em que de modo geral as vendas decresceram e a tendência foi pela diminuição das receitas líquidas e consequentemente dos lucros retidos, o FM das empresas foi fortemente afetado, dado que depende em grande escala da capacidade das empresas em reter lucros. Nestas circunstâncias, a gestão eficiente do FM ganha ainda uma maior relevância, aumentando o seu impacto sobre o desempenho empresarial.

Uma eficiente gestão do FM passa pela aposta em medidas tendentes a uma maior eficiência na gestão do inventário, tentando acelerar a rotação do mesmo e diminuindo o seu volume ao máximo possível sem prejuízo de perda de vendas, uma maior eficiência das contas a receber, tentando estabelecer um nível ideal/sustentável destes de modo a maximizar as vendas e ao mesmo tempo a minimizar os incobráveis, e uma eficiente gestão das disponibilidades de modo a definir um nível de caixa ótimo e a maximizar o contributo destes elementos ativos para a rentabilidade total da empresa.

Da mesma forma a eficiente gestão do FM pretende estabelecer um nível sustentável de contas a pagar (fornecedores), dado que estes representam recursos cíclicos de exploração, sendo uma importante fonte de financiamento do ciclo operacional. Porém o peso exagerado dos créditos de funcionamento faz com que a estrutura financeira das empresas esteja permanentemente sobre pressão, podendo levar a situações de incumprimento.

O estudo empírico desenvolvido permitiu concluir que a aposta nestas medidas tendentes a uma melhor gestão financeira de curto prazo, tem um impacto positivo sobre o desempenho operacional. Isso foi sugerido pela associação negativa entre os rácios de atividade e o indicador de rentabilidade operacional utilizado (EBITDA/A), pois os anos em que os prazos de atividade mais diminuem, são os anos em que índice de rentabilidade operacional mais cresce.

A eficiência na gestão do FM tem o objetivo principal de elevar o desempenho operacional das empresas, garantido a liquidez para que estas possam cumprir com as suas obrigações de curto prazo, ou seja, de modo a assegurar o equilíbrio estrutural da tesouraria. Contudo, o equilíbrio estrutural da tesouraria só estará assegurado se as políticas estratégicas estiverem alinhadas com as necessidades do ciclo de exploração das empresas, ou seja, se os capitais permanentes reais estiverem ao nível dos capitais permanentes ideais.

No entanto a estrutura financeira de muitas empresas portuguesas não cumpre com os requisitos que asseguram um adequado equilíbrio financeiro, em virtude principalmente do sobre-endividamento de muitas delas. Isso mesmo se verifica nos quatro setores de atividade analisados onde a autonomia financeira média é reduzida (sendo mesma negativa no setor da restauração e similares). Nos setores do alojamento e da restauração boa parte das empresas apresentam capitais próprios negativos (28% e 58% das empresas por setor respetivamente), expondo assim uma situação de total desequilíbrio financeiro.

Para além do sobre-endividamento, a constante degradação dos níveis de autonomia financeira foi impulsionada nos últimos anos pela deterioração das condições de exploração, o que impulsionou os resultados líquidos negativos, contribuindo assim para uma permanente destruição de capital.

Este trabalho propôs-se a desenvolver uma análise económica e financeira às indústrias do vestuário e do calçado, e aos setores do alojamento e da restauração e similares, com o objetivo de avaliar os efeitos da crise nas condições operacionais, nos índices de rentabilidade e na capacidade financeira dos ditos setores, tentando encontrar pontos de semelhança e de assimetria entre os diversos setores, e procurando confirmar comportamentos típicos de empresas inseridas num meio envolvente de crise, descritas por alguns autores durante a revisão da literatura.

A análise económica e financeira desenvolvida permitiu constatar uma degradação das condições operacionais principalmente nos primeiros anos do horizonte temporal analisado, verificando-se uma diminuição das vendas e do EBITDA, e uma diminuição dos índices de rentabilidade operacional (EBITDA/A e ROA).

Nesse período a análise económica sugeriu que as empresas passaram a adotar políticas tendentes a uma gestão mais agressiva/eficiente do FM, diminuindo o peso das contas a receber e do inventário, e aumentando ao mesmo tempo o uso do crédito comercial como fonte de financiamento do ativo corrente. O maior uso do crédito comercial veio no seguimento da diminuição da oferta de crédito bancário pelas IC, que com a intervenção da Troika na economia nacional passaram a ser mais seletivos nos empréstimos concedidos. Desta forma, para muitas empresas o crédito comercial passou a ser a principal fonte de financiamento do ciclo de exploração, dado à insuficiência do FM, como é o caso do setor da restauração onde o FM é para todo o horizonte temporal analisado mais negativo do que as NFM.



Verificou-se também nos primeiros anos do período analisado uma diminuição do nível médio de autonomia financeira das empresas dos setores analisados, que já era reduzida em 2010 (principalmente nas microempresas). Ao contrário das proposições da teoria do *trade-off* que consideram que o nível de endividamento tende a ser maior nas empresas de maior dimensão, dado estas em princípio apresentarem maiores níveis de colaterais e ao mesmo tempo uma menor probabilidade de falência, estando assim as entidades credoras mais dispostas a financiar essas empresas, no presente estudo constatou-se para a maioria dos setores analisados que o nível de endividamento é significativamente maior nas empresas de menor dimensão, apresentando as grandes empresas os melhores rácios de autonomia financeira.

Salienta-se que a degradação das condições de exploração foi mais intensa nos setores do alojamento e da restauração e similares do que nos setores industriais. Nestes últimos verificou-se um comportamento em contraciclo com o agregado das SNF, tendo os efeitos negativos da crise sido atenuados pela vocação exportadora das indústrias do calçado e do vestuário que exportam grande parte da sua produção. Os setores do alojamento e da restauração e similares, dado serem setores mais dependentes do mercado interno, foram prejudicados num maior nível, sendo que o nível de vendas, EBITDA e de rendibilidade decresceu significativamente.

Contudo, com os sinais de recuperação da economia portuguesa a partir de 2014 indicado pela melhoria da capacidade financeira das famílias portuguesas e pelo aumento do investimento que veio impulsionar a atividade económica, o alívio das condições de exploração e a recuperação dos índices de rendibilidade estendeu-se a todos os setores analisados. Porém ainda assim verifica-se um défice de condições de exploração corrente em média nas empresas do alojamento e da restauração e similares, dado a ROA ser em média insuficiente para suportar os custos de financiamento, prejudicando assim a viabilidade económica e financeira das empresas.

Os níveis do passivo ainda são elevados, e por outro lado os índices de rendibilidade são reduzidos, de modo que o caminho a percorrer ainda é longo, rumo a um desempenho mais razoável e a uma estrutura financeira mais adequada, que permita às empresas serem sustentáveis e a maximizarem o seu valor.

### 4.3 Limitações do estudo

A presente dissertação apresenta algumas limitações que de certa forma podem ter condicionado os resultados apurados, apesar de todo o esforço empregado e pretendente a ultrapassar tais limitações.

O facto do estudo empírico basear-se numa análise económica e financeira a partir da evolução de rácios médios setoriais constitui um dos fatores limitativos. Isto decorre do facto dos rácios ajudarem a fazer perguntas, mas raramente fornecerem respostas como salientado por Brealey e Myers *apud* Breia *et al.* (2014). Estes só têm em conta aspetos quantitativos expressos na contabilidade, não incorporando aspetos qualitativos como a ética, a motivação e a qualidade da gestão, não permitindo deste modo a compreensão total dos fatores de sucesso ou fracasso empresarial.

Além disso, configura-se como sendo um fator limitativo do presente estudo, o facto de os quadros setoriais do BdP onde foram recolhidos os indicadores económico-financeiros, terem essencialmente como fonte a informação empresarial simplificada (IES), fornecida pelo conjunto das SNF portuguesas. Uma vez que a grande maioria das SNF portuguesas não está obrigada a ter as suas contas auditadas, a fidedignidade das informações recolhidas fica dependente da fiabilidade da contabilidade de cada empresa, bem como dos critérios contabilísticos usados por estas, podendo existir eventuais distorções que afetem a qualidade das informações incorporadas nos quadros setoriais.

Uma outra limitação deste estudo é o facto de que a metodologia do estudo empírico utilizada (principalmente por se basear em rácios setoriais) impossibilitar a confirmação de algumas proposições de autores citados durante a revisão da literatura. De entre as proposições podemos destacar Hill *et al.* (2009) que consideram que as NFM estão negativamente relacionadas com a taxa *market-to-book*, Gama *et al.* (2009) que documentaram que o grau de substituição entre o crédito bancário e o crédito comercial é maior nas empresas que se relacionam com um só banco, e ainda Santos *et al.* (2009) que sugeriram que as empresas de menor dimensão geralmente não valorizam adequadamente o planeamento financeiro de curto prazo.

De forma a ultrapassar algumas das limitações acima apontadas, sugerimos para uma futura investigação a realização de uma análise longitudinal de rácios económico-financeiros individuais de empresas com contas auditadas, devendo a análise ser feita em termos comparativos com as médias setoriais ou com outras empresas inseridas no mesmo

meio envolvente e de preferência com uma dimensão similar. Apesar da auditoria às contas não garantir uma total fiabilidade das demonstrações financeiras, a existência de eventuais reservas e/ou ênfases podem ajudar o investigador a introduzir alguns ajustes nos indicadores económico-financeiros a utilizar, de modo a conseguir melhores resultados.

## BIBLIOGRAFIA

- Abrantes, C. A. M. (2013). *Os determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas do setor da hotelaria*. Dissertação do mestrado, Universidade da Beira interior, Portugal. Retrieved from <http://ubibliorum.ubi.pt/handle/10400.6/3100>
- Aktas, N., Croci E. & Petmezas D. (2014). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30(2015), 98-111. Retrieved from [www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119914001606](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119914001606)
- Amess, K., Banerji, S. & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis* 42, 421-433. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521915001544>
- Antão, P., & Bonfim, D. (2008). Decisões das empresas portuguesas sobre estrutura de capital. *Relatório de Estabilidade Financeira 2008*. Banco de Portugal.
- APICCAPS: Associação Portuguesa dos Industriais de Calçado, Componentes, Artigos de Pele e seus Sucedâneos (2015). *Monografia Estatística 2015 – Calçado, Componentes e Artigos de Pele*.
- Azofra Palenzuela, V., & Miguel Hidalgo, A. D. (1990). Nuevos enfoques en la teoría de la estructura de capital (Hacia una integración de las finanzas y la microeconomía). *Revista de economía y empresa*, 10(27-28), 187-198. Retrieved from <http://www.b-on.pt/>
- Bahhouth, V., Maysami, R., Thomas, W. S. (2012). Does Technology Reduce The Working Capital Requirements of Business? An Exploratory Study. *International Journal of Business, Accounting, and Finance*. 6 (2). Retreved from <http://www.b-on.pt/>
- Banco de Portugal (2015). Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2010-2015. *Estudos da Central de Balanços*, (23).
- Banco de Portugal (2016). Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2011-2016. *Estudos da Central de Balanços*, (26).
- Banco de Portugal (2013). Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2012/2013. *Estudos da Central de Balanços*, (13).

Banco de Portugal (2016). Análise setorial da indústria dos têxteis e do vestuário 2010-2015. *Nota de informação estatística*, (62).

Banco de Portugal (2012). Análise setorial da indústria dos têxteis e do vestuário. *Estudos da Central de Balanços*, (9).

Banco de Portugal (2016). Análise setorial da indústria do calçado 2010-2015. *Nota de informação estatística*, (67).

Banco de Portugal (2012). Análise setorial da indústria do Calçado. *Estudos da Central de balanços*, (10).

Banco de Portugal. (2016). Análise setorial do alojamento, restauração e similares 2011-2016. *Nota de informação estatística*, (120).

Banco de Portugal (2009). *A economia portuguesa no contexto da integração económica, financeira e monetária*. Banco de Portugal.

Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013a). The speed of adjustment in working capital requirement. *The European Journal of Finance*, 19(10), 978-992. Retrieved from <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/1351847X.2012.691889>

Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. (2013b). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67 (2014), 332-338. Retrieved from <http://shop.tarjomeplus.com/Uploads/site-1/DownloadDoc/543.pdf>

Barros, A. & Barros, A. (1998). *Análise e Gestão Financeira de Curto Prazo*. Lisboa: Vulgata.

BDO (2016). Análise Setorial – Turismo. Retrieved from [www.bdo.pt/getmedia/07243620-d234-4aba-bd0e-7e4a1a9a4d2d/as-55\\_79\\_2016.pdf.aspx](http://www.bdo.pt/getmedia/07243620-d234-4aba-bd0e-7e4a1a9a4d2d/as-55_79_2016.pdf.aspx)

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2013). *Princípios de finanças corporativas*. Porto Alegre: AMGH Editora.

Breia, A. F., Mata M. N. & Pereira, V. M. (2014). *Análise Económica e Financeira*. Lisboa: Letras e Conceitos, Lda.

Capkun, V., Hameri, A. P. & Weiss, L.A. (2009). On the relationship between inventory and financial performance in manufacturing companies. *International Journal of*

*Operations and Production Management*, 29 (8), 789–806. Retrieved from <http://www.b-on.pt/>

Carmona, P. (2016). Assim vai o financiamento. *Missão crescimento*. Retrieved from [missaocrescimento.com/wp-content/uploads/2015/07/MC-Barometro-04-Mar2017\\_5.pdf](http://missaocrescimento.com/wp-content/uploads/2015/07/MC-Barometro-04-Mar2017_5.pdf)

Chan, H. W. H., Lu, Y. & Zhang, F. H. (2013). The effect of financial constraints, investment policy, product market competition and corporate governance on the value of cash holdings. *Accounting and Finance* 53, 339–366. Retrieved from <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-629X.2011.00463.x/pdf>

Chen, H., Frank, M.Z. & Wu, O.Q. (2005). What actually happened to the inventories of American companies between 1981 and 2000? *Management Science*, 51 (7), 1015–1031. Retrieved from [https://www.jstor.org/stable/20110395?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/20110395?seq=1#page_scan_tab_contents)

Cheng, N. S. & Pike, R. (2003). The trade credit decision: evidence of UK firms. *Managerial and Decision Economics* 24, 419–438. Retrieved from <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/mde.1049/epdf>

Choi, W. G., & Kim, Y. (2005). Trade credit and the effect of macro-financial shocks: Evidence from US panel data. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(04), 897-925. Retrieved from <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis>

Correia, S. (2014). Qual o desempenho económico-financeiro da minha empresa? *Revista Portuguesa de Contabilidade*, 2014(16), 613-644.

Cuñat, V. (2007). Trade credit: suppliers as debt collectors and insurance providers. *Review of Financial Studies*, 20(2), 491-527. Retrieved from <http://rlab.lse.ac.uk/opening/papers/cunat.pdf>

Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (3 & 4), 573-585. Retrieved from <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1468-5957.00008/full>

Drobetz, W., Gruninger, M. e Hirschvogl, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking and Finance*, 34, 2168–84. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426610000646>

Duarte, C. A., (2009) *Gestão de Tesouraria: Técnicas Aplicáveis a uma organização*. Dissertação do Mestrado. Universidade de Aveiro. Aveiro, Portugal. Retrieved from <http://ria.ua.pt/handle/10773/1795>

Elliehaussen, G. E., & Wolken, J. D. (1993). The demand for trade credit: An investigation of motives for trade credit use by small businesses. *Federal Reserve Bulletin*, 79 (10), 1-16. Retrieved from <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss165.pdf>

Elsayed K. & Wahba, H. (2016). Reexamining the relationship between inventory management and firm performance: An organizational life cycle perspective. *Future business Journal* 2(1), 65-80. Retrieved from [www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2314721016300020](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2314721016300020)

Emery, G. W. (1984). A pure financial explanation for trade credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19, 271–285.

Enqvist, J., Graham, M. & Nikkinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32 (2014), 36-49. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531914000191>

Ferrão, J. (2012). O Endividamento das Empresas e das Famílias Portuguesas. Retrieved from <http://repositorio.ipl.pt/>

Ferreira, C. D. C., e Macedo M. A. D. D. (2011). Desempenho financeiro de curto prazo no setor brasileiro de telecomunicações. *Revista Pretexto*, 12(4), 80-104. Retrieved from <http://www.fumec.br/revistas/pretexto/article/viewFile/824/637>

Ferreira de Sá, A. I., (2012). *O Papel do FM nas Pequenas e Médias Empresas*. Dissertação de Mestrado. IPP Escola Superior dos Estudos Industriais e de Gestão. Porto, Portugal. Retrieved from [recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/1164/1/DM\\_AnaSa\\_2012.pdf](http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/1164/1/DM_AnaSa_2012.pdf)

Filbeck, G., & Krueger, M. T. (2005). An Analysis of Working Capital Management Results Across Industries. *Mid-American Journal of Business*, (20), 11-18. Retrieved <http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/19355181200500007>

Frank, M. Z., & Maksimovic, V. (2004). *Trade credit, collateral, and adverse selection*. University of Maryland, College Park. USA, Working paper MD 20742. Retrieved from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.197.1372&rep=rep1&type=pdf>.

Gama, A. P. M., Mateus, C., & Teixeira, A. (2009). Does trade credit facilitate access to bank finance? Empirical evidence from Portuguese and Spanish small medium size enterprises. Retrieved [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1345302](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1345302)

García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2010). Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs. *International Small Business Journal*, 28(3), 215-233. Retrieved from <http://www.b-on.pt/>

Gonçalves (2017). Fraude de relato financeiro. Procedimento de auditoria em resposta aos riscos avaliados de distorção material das demonstrações financeiras em virtude do reconhecimento inadequado do rédito. ISA (249), NCRF (20).

Hall, R.W. (1983). *Zero Inventories*. New York: McGraw-Hill.

Hill, M. D., Kelly, G. W., & Highfield (2009). Net Operating Working Capital Behavior: A First Look. *Financial Management*, 39 (2). Retrieved from [https://www.researchgate.net/publication/227373439\\_Net\\_Operating\\_Working\\_Capital\\_Behavior\\_A\\_First\\_Look](https://www.researchgate.net/publication/227373439_Net_Operating_Working_Capital_Behavior_A_First_Look)

Howorth, C. & Westhead, P. (2003). The focus of working capital management in UK small firms. *Management Accounting Research*, 14 (2003), 94-111. Retrieved <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044500503000222>

Huson, M. & Nanda, D. (1995). The impact of Just-in-Time manufacturing on firm performance in the US. *Journal of Operations Management*, 12 (3-4), 297-310. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/027269639500011G>

INE. (2016). Portal do Instituto Nacional de Estatística. Retrieved from <http://www.ine.pt/>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 21(2), 131-144. Retrieved from <http://econpapers.repec.org/>



- Lieberman, M. B., & Demeester, L. (1999). Inventory reduction and productivity growth: linkages in the Japanese automotive industry. *Management Science*, 45 (4), 466–485. Retrieved from [http://www.anderson.ucla.edu/faculty\\_pages/marvin.lieberman](http://www.anderson.ucla.edu/faculty_pages/marvin.lieberman)
- Love, I., Preve, L. A., & Sarria-Allende, V. (2007). Trade credit and bank credit: Evidence from recent financial crises. *Journal of Financial Economics*, 83(2), 453-469. Retrieved <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X06001498>
- Maness, T. S. & Zietlow, J. T. (2005). *Short-Term Financial Management*. 3<sup>a</sup> Ed. South-Western: Thomson Corporation.
- Martinez-Sola, C., García-Teruel, P. J. & Martinez-Solano, P. (2013a). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*. 45, 161–170. Retrieved from <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00732524/document>
- Martinez-Sola, C., García-Teruel, P. J. & Martinez-Solano, P. (2013b). Trade credit policy and firm value. *Accounting and Finance* 53, 791–808. Retrieved from <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-629X.2012.00488.x/full>
- Mateut, S., Mizen, P., & Ziane, Y. (2011). Supplier-customer relationships and the interactions between inventories and trade credit. *Research Paper Series*, 2. Retrieved from [gregoriae.com/dmdocuments/Mateut Mizen Ziane Trade Credit France.pdf](http://gregoriae.com/dmdocuments/Mateut_Mizen_Ziane_Trade_Credit_France.pdf)
- Matias, A. B. (2007). *Finanças corporativas de longo prazo: criação de valor com sustentabilidade financeira*. São Paulo: Atlas, 2.
- Menezes, H. C. (2008). *Princípios de Gestão Financeira*. 11<sup>a</sup> Ed. Lisboa: Editorial Presença.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Mota, E. A. L., (2013). *O Impacto da gestão financeira de curto prazo no desempenho das empresas – Análise ao mercado Português*. Dissertação do Mestrado. Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Porto, Portugal. Retrieved from [https://sigarra.up.pt/up/pt/web\\_page.inicial](https://sigarra.up.pt/up/pt/web_page.inicial)

- Myers, S. C & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13 (2), 187-221.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- Neves J. C. (2012). *Análise e Relato Financeiro – Uma Visão Integrada de Gestão* (5ª ed). Alfragide: Texto Editores.
- Nilsen, J. H. (2002). Trade credit and bank lending channel. *Journal of Money, Credit and Banking*, 34 (2002), 226-253. Retrieved from <http://www.b-on.pt/>
- Obermaier, R. & Donhauser, A. (2012). Zero inventory and firm performance: a management paradigm revisited. *International Journal of Production Research*. 50(16), 4543–4555. Retrieved from <http://www.b-on.pt/>
- Pais, M. A. (2014). *Eficiência Da Gestão do FM e Rendibilidade: O Caso Das PME Portuguesas*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Coimbra, Portugal. Retrieved <https://estudogeral.sib.uc.pt/handle/10316/27490>
- Peres, C. J. (2014). *A eficácia dos modelos de previsão de falência: aplicação ao caso das sociedades portuguesas*. Dissertação do mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. Lisboa, Portugal. Retrieved from <http://repositorio.ipl.pt/>
- Petersen, M. e Rajan, R. (1997). Trade Credit: Theories and Evidence. *Review of Financial Studies*. 10 (3), 661–691. Retrieved from [www.nber.org/papers/w5602](http://www.nber.org/papers/w5602)
- Pike, R., Cheng, N. S., Cravens, K. e Lamminmaki, D. (2005). Trade credits terms: asymmetric information and price discrimination evidence from three continents. *Journal of Business Finance and Accounting* 32, 1197–1236. Retrieved from <http://www.b-on.pt/>
- Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance*. 61, 2725–51. Retrieved from [onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x/full](http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x/full)
- Pires, A. M. (2006). FM: importância enquanto variável a considerar para a determinação do valor da empresa. *Revista TOC*, (VII (77)), 33-39.

Pires, A. M., & Rodrigues, F. J. (2004). A informação financeira relevante no saneamento financeiro da empresa. In *X Congresso Internacional de Contabilidade*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa.

PricewaterhouseCoopers (2009). *The Global Economic Crime Survey: Economic Crime in a Downturn*. Retrieved from [www.pwc.com/gx/en/services/advisory/forensics/economic-crime-survey.html](http://www.pwc.com/gx/en/services/advisory/forensics/economic-crime-survey.html)

Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jordan, B. D. (2008). *Administração Financeira*. São Paulo: McGrawHill.

Santos, J. M. F. D. A. (2013). *Os determinantes do crédito comercial: um estudo sobre as empresas industriais portuguesas*. Dissertação do Mestrado, Instituto Politécnico do Porto. Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão, Portugal. Retrieved from <http://recipp.ipp.pt/handle/10400.22/3291>

Santos, L. M. D., Ferreira, M. A. M. & Faria, E. R. d. (2009). Gestão Financeira de Curto Prazo: Características, Instrumentos e Práticas Adotadas por Micro e Pequenas Empresas. *Revista de Administração da UNIMEP*, 7(3), 70-92. Retrieved from <http://www.raunimep.com.br/ojs/index.php/regen/article/viewFile/145/386>

Silva, E. S. & Queirós, M. (2009). *Gestão Financeira-Análise de investimentos*. Porto: Vida Económica, Editorial SA.

Silva, E. S. (2013). *Gestão Financeira-Análise de Fluxos Financeiros-3ª edição*. Porto: Vida Económica, Editorial SA.

Silva Júnior, P. F. (2012). *A estrutura do capital das PME e das grandes empresas: uma análise comparativa*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Portugal. Retrieved from <https://estudogeral.sib.uc.pt/>

Shah, R., & Shin, H. (2007). Relationships among information technology, inventory, and profitability: an investigation of level invariance using sector level data. *Journal of Operations Management*, 25(4), 768-784. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0272696307000137>

Shin, H. H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial practice and education*, 8, 37-45. Retrieved from <http://www.b-on.pt/>

Smith, K. V. (1980). Profitability versus liquidity tradeoffs in working capital management. *Readings on the management of working capital*. West Publishing Company, 549–562.

Sogorb-Mira, F., & Lopez-Gracia, J. (2003). Pecking order versus trade-off: An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas. Retrieved from [ideas.repec.org/p/ivi/wpasec/2003-09.html](http://ideas.repec.org/p/ivi/wpasec/2003-09.html)

Synek, C. (2015). Desalavancagem do setor privado em Portugal. Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais – Ministério das Finanças.

Turismo, D. P. (2012). IP Plano Estratégico Nacional do Turismo [PENT] – Horizonte 2013-2015. Lisboa: Ministério da Economia e do Emprego.

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management*. Pearson Education. Retrieved from <http://www.b-on.pt/>

Vieira E. S. & Pinho C. C. (2013). A concessão de crédito comercial e o financiamento dos clientes: Evidência nas empresas portuguesas. *Revista Universo Contábil*, 9 (4), 144-156. Retrieved from <http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/3488>

Wang, Y. J. (2002). Liquidity management, operating performance, and corporate value: evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 12(2), 159-169. Retrieved from [www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042444X01000470](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042444X01000470)

Wang, Y., Ji, Y., Chen, X. & Song, C. (2014). Inflation, operating cycle, and cash holdings. *China Journal of Accounting Research* 7, 263-276. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1755309113000269>

Weinraub H. J. & Visscher S. (1998). Industry practice relating to aggressive conservative working capital policies. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 11(2), 11-17. Retrieved from [www.financialdecisionsonline.org/archive/pdf/v11n2/weinraub.pdf](http://www.financialdecisionsonline.org/archive/pdf/v11n2/weinraub.pdf)

Weston, J. F. & Eugene F. B (2000). *Fundamentos da Administração Financeira*. 10ª Ed. São Paulo.

Yang, X. (2011). Trade credit versus bank credit: Evidence from corporate inventory financing. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(4), 419-434. Retrieved from <http://ideas.repec.org/a/eee/quaeco/v51y2011i4p419-434.html>

## APÊNDICE

**Apêndice I:** Indicadores econômico-financeiros por classes de dimensão

### **Indústria do calçado**

#### Microempresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	101	96	83	77	81	74
PMR	92	95	94	81	76	73
PMI	84	84	67	57	47	46
CCC	75	83	78	61	42	45
ROA	8,04%	7,69%	6,34%	9,28%	10,90%	7,24%
RCP	16,13%	15,50%	11,41%	19,86%	24,21%	18,22%
EBITDA/A	4,91%	6,76%	4,76%	6,54%	7,45%	4,82%
Autonomia Financeira	9,00%	19,55%	20,53%	21,62%	22,27%	23,04%
Custo dos financiamentos obtidos	5,23%	5,62%	5,49%	5,97%	5,54%	5,47%
Financiamentos obtidos/EBITDA	3,57	2,64	4,10	2,79	2,51	4,39

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	120 298	121 284	121 300	127 391	129 566	133 600
EBITDA	8 788	11 183	7 706	10 145	10 450	7 234
FM	-2 918	9 982	11 962	16 142	22 770	23 263
NFM	2 934	5 823	5 726	2 925	4 558	8 644
TL	-5 852	4 159	6 236	13 217	18 212	14 619
Contas a pagar (Fornecedores)	49 386	45 561	43 636	39 878	35 272	39 371
Financiamento total	31 341	29 489	31 584	28 318	26 248	31 737
Total do ativo	179 029	165 353	161 920	155 137	140 176	150 225

## Pequenas empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	87	82	88	81	81	75
PMR	75	67	72	67	62	61
PMI	79	68	65	68	55	59
CCC	67	53	49	54	36	45
ROA	10,93%	9,87%	8,67%	10,89%	10,90%	8,86%
RCP	19,34%	17,66%	14,91%	19,33%	20,20%	16,70%
EBITDA/A	7,68%	9,26%	8,72%	10,20%	10,30%	9,29%
Autonomia Financeira	23,82%	23,73%	22,82%	25,14%	26,10%	25,83%
Custo dos financiamentos obtidos	4,41%	5,72%	5,91%	5,38%	4,82%	4,88%
Financiamentos obtidos/EBITDA	3,10	2,29	2,29	1,90	2,09	2,51

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	786 435	783 136	808 243	850 047	838 563	802 112
EBITDA	41 991	47 339	48 168	59 691	61 028	55 744
FM	96 471	86 760	106 089	124 211	135 060	138 639
NFM	99 472	83 387	89 233	87 285	82 609	87 496
TL	-3 001	3 373	16 856	36 926	52 451	51 143
Contas a pagar (Fornecedores)	151 307	140 128	158 412	152 711	163 686	145 077
Financiamento total	130 320	108 435	110 330	113 693	127 771	139 803
Total do ativo	546 836	511 375	552 446	585 327	592 291	600 074

## Médias empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	80	69	73	71	-	-
PMR	69	62	64	62	-	-
PMI	104	94	91	86	-	-
CCC	93	87	82	77	-	-
ROA	8,71%	9,49%	9,99%	11,00%	-	-
RCP	7,76%	9,84%	10,97%	14,30%	-	-
EBITDA/A	7,39%	8,43%	9,12%	11,14%	-	-
Autonomia Financeira	30,38%	29,55%	30,28%	31,92%	-	-
Custo dos financiamentos obtidos	2,70%	4,78%	5,22%	4,58%	-	-
Financiamentos obtidos/EBITDA	3,75	3,14	2,85	2,17	-	-

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	4 994 628	5 402 619	5 276 382	5 657 557	-	-
EBITDA	249 821	271 984	295 175	380 417	-	-
FM	828 593	663 809	706 407	768 934	-	-
NFM	881 832	846 023	811 378	777 533	-	-
TL	-53 239	-182 214	-104 971	-8 599	-	-
Contas a pagar (Fornecedores)	862 160	848 884	903 759	929 548	-	-
Financiamento total	937 639	853 652	840 027	825 108	-	-
Total do ativo	3 381 899	3 225 897	3 238 302	3 415 415	-	-

## Grandes empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	45	44	58	48	-	-
PMR	60	56	56	53	-	-
PMI	92	93	91	92	-	-
CCC	107	105	89	97	-	-
ROA	13,55%	10,94%	12,19%	10,50%	-	-
RCP	11,05%	10,87%	12,28%	12,52%	-	-
EBITDA/A	12,08%	10,62%	11,46%	9,49%	-	-
Autonomia Financeira	49,63%	49,17%	46,14%	47,32%	-	-
Custo dos financiamentos obtidos	3,66%	4,65%	4,38%	3,27%	-	-
Financiamentos obtidos/EBITDA	1,98	2,02	1,82	2,75	-	-

## **Indústria do vestuário**

### Microempresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	84	83	83	72	66	61
PMR	77	79	81	76	71	66
PMI	147	139	127	99	89	86
CCC	140	135	125	103	94	91
ROA	0,26%	-1,87%	0,12%	3,35%	4,35%	4,08%
RCP	8,03%	4,28%	8,04%	15,18%	16,59%	14,22%
EBITDA/A	0,28%	0,54%	-1,90%	0,90%	2,85%	3,40%
Autonomia Financeira	-5,06%	-9,16%	-5,73%	-1,53%	0,59%	5,23%
Custo dos financiamentos obtidos	4,21%	4,94%	5,36%	4,97%	4,94%	4,75%
Financiamentos obtidos/EBITDA	97,17	54,84	-14,97	32,42	9,75	8,02

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	107 314	104 414	106 421	112 232	111 467	109 191
EBITDA	438	838	-2 891	1 329	3 861	4 378
FM	-898	-5 517	-7 569	-11 442	-934	5 287
NFM	13 016	11 525	11 787	6 310	5 922	5 190
TL	-13 914	-17 042	-19 356	-17 752	-6 856	97
Contas a pagar (Fornecedores)	33 421	34 536	35 640	35 680	29 020	26 168
Financiamentos obtidos	42 560	45 956	43 284	43 091	37 634	35 091
Total do ativo	154 888	156 101	151 828	147 868	135 572	128 771

## Pequenas empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	82	76	77	72	70	66
PMR	69	68	70	64	62	62
PMI	162	161	160	127	99	100
CCC	149	153	153	119	91	96
ROA	2,54%	0,43%	2,94%	7,13%	6,78%	7,39
RCP	10,08%	7,04%	8,02%	15,86%	16,10%	16,19
EBITDA/A	2,35%	3,40%	3,69%	6,75%	6,83%	7,45%
Autonomia Financeira	9,78%	9,79%	12,40%	16,94%	18,55%	19,52%
Custo dos financiamentos obtidos	3,97%	4,74%	5,41%	4,74%	0,05	0,0472
Financiamentos obtidos/EBITDA	11,45	7,96	6,77	3,56	3,69	3,41

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	563 500	610 289	620 998	664 950	685 354	692 773
EBITDA	10 992	15 840	17 451	32 399	32 452	35 908
FM	60 364	69 828	75 893	91 888	98 374	106 280
NFM	84 696	95 939	91 908	91 674	84 110	92 753
TL	-24 332	-26 111	-16 015	214	14 264	13 527
Contas a pagar (Fornecedores)	110 502	103 522	112 113	109 660	109 461	109 865
Financiamentos obtidos	125 891	126 019	118 073	115 354	119 665	122 405
Total do ativo	467 389	465 846	472 622	480 084	474 891	482 022

## Médias empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	83	74	82	72	69	69
PMR	74	70	69	66	60	61
PMI	221	209	197	181	152	156
CCC	212	205	184	175	143	148
ROA	0,53%	2,59%	2,77%	5,69%	7,40%	7,88%
RCP	1,56%	2,80%	3,28%	7,70%	11,92%	11,61%
EBITDA/A	2,11%	4,88%	4,77%	6,72%	8,49%	9,13%
Autonomia Financeira	20,27%	19,71%	19,82%	22,12%	24,54%	27,80%
Custo dos financiamentos obtidos	3,64%	5,00%	6,29%	5,93%	5,32%	4,56%
Financiamentos obtidos/EBITDA	14,88	6,11	5,85	3,86	2,93	2,21

	2010	2011	2012	1013	2014	2015
VN	3 457 370	3 777 771	3 968 962	4 246 517	4 499 345	4 791 422
EBITDA	61 829	137 790	136 033	197 373	252 932	297 624
FM	443 210	441 143	410 394	577 127	651 848	758 899
NFM	797 163	773 200	715 285	764 048	795 040	866 960
TL	-353 953	-332 057	-304 891	-186 921	-143 192	-108 061
Contas a pagar (Fornecedores)	599 525	603 415	679 642	704 161	673 159	766 766
Financiamentos obtidos	920 137	841 764	795 855	762 789	740 322	658 705
Total do ativo	2 925 538	2 824 745	2 854 043	2 937 312	2 979 100	3 258 861



## Grandes empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	70	68	69	75	67	79
PMR	71	62	64	72	73	64
PMI	222	244	210	179	181	172
CCC	223	238	205	176	187	157
ROA	4,36%	5,56%	3,97%	5,56%	6,18%	6,70%
RCP	-1,23%	0,58%	1,64%	3,82%	4,33%	10,09%
EBITDA/A	5,64%	7,67%	5,20%	9,06%	10,87%	10,61%
Autonomia Financeira	41,44%	39,76%	41,38%	41,55%	39,80%	37,56%
Custo dos financiamentos obtidos	2,96%	4,51%	5,09%	5,03%	4,61%	3,53%
Financiamentos obtidos/EBITDA	4,87	3,41	5,17	2,71	2,62	2,34

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	19 394 273	20 798 242	22 191 471	22 038 395	23 872 523	21 084 734
EBITDA	881 107	1 207 937	846 155	1 516 943	1 933 653	1 806 537
FM	3 207 905	2 976 517	3 330 290	3 862 570	4 056 402	4 938 452
NFM	4 814 176	4 581 196	4 373 743	4 270 266	4 701 753	4 460 204
TL	-1 606 271	-1 604 679	-1 043 453	-407 696	-645 351	478 248
Contas a pagar (Fornecedores)	3 188 732	3 306 884	3 686 167	3 885 129	3 936 152	3 690 148
Financiamentos obtidos	4 289 513	4 121 078	4 370 892	4 118 446	5 059 138	4 227 266
Total do ativo	15 622 415	15 742 525	16 261 095	16 737 703	17 788 659	17 024 633

## **Alojamento**

### Microempresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	45	46	47	45	41	38
PMR	19	22	23	20	17	16
PMI	48	47	48	51	38	35
CCC	22	23	24	26	14	13
ROA	-0,60%	-0,99%	-2,14%	-1,78%	-1,15%	-0,24%
RCP	-6,14%	-8,08%	-10,42%	-7,45%	-5,26%	-1,14%
EBITDA/A	2,05%	-0,51%	-2,28%	-0,02%	0,31%	1,60%
Autonomia Financeira	24,93%	24,20%	20,60%	18,66%	16,26%	18,00%
Custo dos financiamento obtidos	2,39%	3,06%	3,08%	2,91%	2,90%	2.84%
Financiamentos obtidos/EBITDA	22,54	-81,06	-24,48	-3697,44	195,30	35,86

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	64 650	65 245	58 872	61 545	66 268	67 286
EBITDA	21 919	-5 474	-24 089	-179	3 331	13 893
FM	-48 442	-230 580	-66 313	-131 855	-85 423	-50 260
NFM	91 184	65 308	55 885	47 631	56 500	49 486
TL	-139 626	-295 888	-122 198	-179 486	-141 923	-99 746
Contas a pagar (Fornecedores)	22 609	21 670	20 148	19 222	16 069	12 853
Financiamentos obtidos	494 007	443 705	589 801	661 841	650 545	498 194
Total do ativo	1 066 803	1 080 750	1 058 759	1 073 146	1 065 673	869 434

## Pequenas empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	65	66	67	61	57	49
PMR	24	23	24	23	22	19
PMI	40	38	41	37	31	31
CCC	-1	-5	-2	-1	-4	1
ROA	5,20%	4,55%	2,91%	4,16%	6,40%	8,76%
RCP	-3,18%	-4,09%	-7,85%	-2,31%	3,13%	7,48%
EBITDA/A	2,60%	0,67%	1,03%	3,91%	4,24%	5,54%
Autonomia Financeira	34,04%	33,25%	30,75%	32,04%	33,71%	36,73%
Custo dos financiamento obtidos	2,52%	3,18%	3,33%	3,12%	2,98%	2,77%
Financiamentos obtidos/EBITDA	17,34	73,87	61,03	15,30	12,01	8,66

	2010	2011	2012	2013	2014	
VN	875 547	855 563	881 134	938 941	1 014 111	1 074 240
EBITDA	107 201	28 727	54 915	204 183	191 569	248 063
FM	-247 668	-320 504	-1 367 341	-1 324 631	-426 174	-238 736
NFM	203 997	212 499	227 935	264 865	166 250	105 992
TL	-451 665	-533 003	-1 595 276	-1 589 496	-592 424	-344 728
Contas a pagar (Fornecedores)	127 703	133 676	184 746	116 527	115 882	124 380
Financiamentos obtidos	1 858 931	2 121 948	3 351 253	3 123 789	2 300 150	2 147 233
Total do ativo	4 128 299	4 263 252	5 329 669	5 220 582	4 513 210	4 475 904

## Médias empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	78	81	84	76	62	59
PMR	30	31	31	28	22	20
PMI	69	54	57	46	44	45
CCC	21	4	4	-2	4	6
ROA	2,83%	4,45%	3,24%	4,60%	6,37%	8,13%
RCP	-7,37%	-0,91%	-4,79%	-2,93%	0,73%	8,59%
EBITDA/A	1,16%	0,64%	1,57%	2,29%	4,04%	5,51%
Autonomia Financeira	32,89%	29,34%	28,75%	30,27%	32,48%	32,66%
Custo dos financiamento obtidos	2,42%	4,02%	4,14%	3,76%	3,64%	2,95%
Financiamentos obtidos/EBITDA	37,73	72,43	25,87	18,17	11,09	8,18

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	4 611 879	4 968 370	4 822 570	4 975 564	5 787 336	5 511 234
EBITDA	268 956	164 698	389 462	578 679	1 004 493	1 197 864
FM	-2 500 080	-2 638 910	-2 607 939	-3 196 208	-2 187 094	-1 771 320
NFM	101 133	-102 169	124 591	-81 118	-47 426	-97 468
TL	-2 601 213	-2 536 741	-2 732 530	-3 115 090	-2 139 668	-1 673 852
Contas a pagar (Fornecedores)	680 976	1 012 514	770 131	686 784	683 160	633 758
Financiamentos obtidos	10 147 324	11 929 565	10 075 695	10 516 603	11 138 439	9 804 443
Total do ativo	23 274 777	25 732 169	24 746 685	25 302 695	24 864 754	21 721 458

## Grandes empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	70	60	63	61	65	53
PMR	20	22	21	16	22	13
PMI	82	67	81	56	68	46
CCC	32	29	39	11	25	6
ROA	2,05%	2,81%	1,16%	-0,32%	8,25%	11,56%
RCP	-4,06%	-4,28%	-30,95%	-30,59%	11,21%	22,69%
EBITDA/A	3,41%	2,82%	1,93%	0,75%	5,85%	13,74%
Autonomia Financeira	30,86%	31,71%	29,50%	24,04%	28,78%	37,20%
Custo dos financiamento obtidos	2,86%	4,00%	4,16%	3,22%	3,77%	3,65%
Financiamentos obtidos/EBITDA	9,82	12,75	19,67	51,29	5,49	1,98

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	22 524 266	23 257 244	24 773 070	25 575 449	28 119 810	29 104 446
EBITDA	3 153 098	2 559 760	1 807 198	633 585	4 885 155	9 778 114
FM	-12 594 491	-11 307 883	-6 105 641	-4 486 547	-8 487 781	-2 258 654
NFM	1 532 570	1 657 139	1 141 933	-68 249	154 176	-500 263
TL	-14 127 061	-12 965 022	-7 247 574	-4 418 298	-8 641 957	-1 758 391
Contas a pagar (Fornecedores)	2 885 596	3 050 982	4 125 499	4 164 526	4 710 761	3 100 853
Financiamentos obtidos	30 957 948	32 628 314	35 548 287	32 498 666	26 796 504	19 372 723
Total do ativo	92 583 224	90 884 632	93 541 185	84 200 938	83 446 484	71 169 561

## Restauração e similares

### Microempresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	26	27	31	33	33	31
PMR	0	0	0	0	0	0
PMI	61	59	65	67	50	45
CCC	35	32	34	34	17	14
ROA	-8,43%	-12,56%	-32,65%	-35,72%	-41,92%	-37,95%
RCP	-7,83%	-10,62%	-39,03%	-27,69%	-21,72%	10,09%
EBITDA/A	-0,03%	-1,30%	-9,61%	-9,23%	-9,57%	-5,90%
Autonomia Financeira	-19,07%	-31,38%	-63,40%	-87,51%	-123,93%	-142,94%
Custo dos financiamento obtidos	3,27%	3,84%	3,81%	3,45%	3,36%	3,27%
Financiamentos obtidos/EBITDA	-1163,63	-32,11	-4,57	-4,82	-4,84	-7,69

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	91 585	87 321	73 811	73 092	76 928	81 055
EBITDA	-32	-1 143	-8 221	-7 575	-7 362	-4 507
FM	-17 562	-14 227	-21 344	-23 592	-21 187	-21 024
NFM	1 407	1 008	-817	-1 811	-4 784	-5 128
TL	-18 969	-15 235	-20 527	-21 781	-16 403	-15 896
Contas a pagar (Fornecedores)	9 785	9 511	10 372	10 860	10 841	11 134
Financiamentos obtidos	37 236	36 701	37 593	36 541	35 660	34 662
Total do ativo	92 417	87 856	85 528	82 083	76 962	76 386

## Pequenas empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	36	37	43	40	38	35
PMR	2	2	2	2	2	2
PMI	37	36	40	37	25	22
CCC	3	1	-1	-1	-11	-11
ROA	6,88%	5,19%	-7,46%	-1,21%	2,82%	6,33%
RCP	5,75%	1,28%	-25,03%	-0,82%	8,05%	17,99%
EBITDA/A	7,26%	6,34%	-0,96%	4,07%	7,25%	9,80%
Autonomia Financeira	21,27%	19,43%	8,94%	5,37%	5,43%	2,52%
Custo dos financiamento obtidos	2,90%	3,56%	3,76%	3,91%	3,80%	3,74%
Financiamentos obtidos/EBITDA	5,12	6,02	-38,91	8,72	4,58	3,28

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	613 787	616 787	570 920	592 390	617 463	621 705
EBITDA	31 720	27 487	-4 147	17 089	30 032	38 758
FM	-28 272	-29 830	-56 008	-41 686	-27 497	-17 579
NFM	-31 938	-34 886	-46 731	-42 923	-52 733	-46 093
TL	3 666	5 056	-9 277	1 237	25 236	28 514
Contas a pagar (Fornecedores)	58 203	60 066	66 964	62 979	58 672	54 270
Financiamentos obtidos	162 536	165 553	161 378	149 080	137 436	127 042
Total do ativo	436 786	433 781	432 337	419 741	414 228	395 345

## Médias empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	51	47	47	50	49	42
PMR	8	10	9	10	9	6
PMI	24	22	24	23	22	20
CCC	-19	-15	-14	-17	-18	-16
ROA	16,12%	13,39%	9,78%	13,42%	14,07%	15,45%
RCP	20,35%	9,41%	7,97%	13,02%	16,14%	19,11%
EBITDA/A	14,15%	8,83%	10,55%	9,73%	11,81%	18,38%
Autonomia Financeira	25,04%	26,31%	24,37%	22,90%	27,50%	29,08%
Custo dos financiamento obtidos	2,40%	3,20%	3,82%	3,47%	3,55%	3,40%
Financiamentos obtidos/EBITDA	2,36	4,03	3,00	3,28	2,47	1,46

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	3 082 292	3 163 920	3 082 456	2 938 820	3 041 692	3 273 269
EBITDA	292 772	205 798	264 699	228 046	272 026	484 911
FM	-97 735	-176 674	-261 175	-185 837	-124 223	21 832
NFM	-199 538	-184 632	-209 136	-165 917	-215 369	-189 442
TL	101 803	7 958	-52 039	-19 920	91 146	211 274
Contas a pagar (Fornecedores)	351 296	351 115	348 439	321 234	320 922	316 109
Financiamentos obtidos	690 964	830 113	795 345	748 711	671 942	706 014
Total do ativo	2 069 240	2 331 964	2 508 820	2 343 918	2 304 257	2 637 690

## Grandes empresas

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	61	61	58	52	56	65
PMR	29	34	34	26	27	31
PMI	18	17	17	18	19	21
CCC	-14	-10	-7	-8	-10	-13
ROA	13,36%	10,45%	4,78%	9,84%	14,02%	12,52%
RCP	10,51%	-16,83%	-71,15%	-6,19%	16,39%	12,53%
EBITDA/A	15,30%	12,01%	6,37%	6,60%	14,97%	13,64%
Autonomia Financeira	28,96%	26,65%	23,38%	27,79%	34,79%	36,68%
Custo dos financiamento obtidos	2,34%	4,39%	4,42%	6,28%	4,83%	3,88%
Financiamentos obtidos/EBITDA	1,87	2,25	4,58	2,40	0,55	0,64

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	38 395 653	40 492 707	37 312 215	39 437 360	39 222 196	40 373 000
EBITDA	3 856 202	3 257 648	1 639 237	1 853 576	4 127 500	3 832 951
FM	-2 005 360	-1 193 559	322 817	351 353	131 735	260 582
NFM	47 253	655 141	528 519	451 560	207 176	-69 272
TL	-2 052 613	-1 848 700	-205 702	-100 207	-75 441	329 854
Contas a pagar (Fornecedores)	4 979 419	5 920 566	4 963 256	5 233 160	4 977 914	5 286 588
Financiamentos obtidos	7 224 420	7 325 677	7 503 056	4 444 167	2 271 065	2 455 250
Total do ativo	25 205 849	27 117 810	25 713 530	28 069 498	27 568 415	28 092 208

**Apêndice II:** Indicadores económicos e financeiros por setor de atividade.

### Indústria do calçado

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	1 118 153	1 166 098	1 163 033	1 209 901	1 212 244	1 201 125
EBITDA	62 154	66 183	68 996	81 427	80 778	86 467
FM	161 307	146 858	161 383	162 254	184 142	228 757
NFM	185 388	175 357	171 389	160 045	173 116	197 900
TL	-24 081	-28 499	-10 006	2 209	11 026	30 857
Contas a pagar (Fornecedores)	200 866	192 714	207 489	205 896	191 937	188 040
Financiamentos obtidos	201 351	178 398	177 454	179 502	189 867	192 998
Total do ativo	801 484	757 365	775 707	797 840	799 407	839 741

### Indústria do vestuário

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	609 861	651 669	666 969	698 444	750 610	775 266
EBITDA	12 312	21 453	18 092	32 504	41 090	46 385
FM	68 319	67 595	65 953	82 989	99 838	121 290
NFM	118 922	118 775	110 395	109 362	113 182	123 450
TL	-50 603	-51 180	-44 442	-26 373	-13 344	-2 160
Contas a pagar (Fornecedores)	117 973	116 227	125 786	126 476	123 277	130 006
Financiamentos obtidos	158 221	152 611	126 015	122 056	141 640	142 607
Total do ativo	545 286	535 272	532 817	536 506	547 962	573 253

### Alojamento

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	507 812	499 874	450 373	446 867	475 815	464 445
EBITDA	62 536	18 861	9 885	50 368	77 940	114 190
FM	-248 834	-396 033	-375 642	-418 057	-242 198	-135 523
NFM	118 061	88 753	87 580	72 061	67 513	49 840
TL	-366 895	-484 786	-463 222	-490 118	-309 711	-185 363
Contas a pagar (Fornecedores)	82 735	94 340	87 695	71 045	67 878	56 961
Financiamentos obtidos	1 288 330	1 331 760	1 482 596	1 460 243	1 299 167	1 060 679
Total do ativo	2 987 154	3 017 718	2 922 953	2 795 459	2 595 531	2 216 873

### Restauração e similares

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	193 223	185 434	158 932	158 999	167 137	179 380
EBITDA	8 161	5 247	-5 326	-2 970	276	5 144
FM	-20 834	-17 504	-25 051	-25 655	-22 274	-20 251
NFM	-2 907	-2 797	-5 176	-5 695	-9 759	-10 041
TL	-17 927	-14 707	-19 875	-19 960	-12 515	-10 210
Contas a pagar (Fornecedores)	20 853	20 789	20 615	20 523	20 273	20 789
Financiamentos obtidos	59 456	58 785	57 376	52 663	49 311	48 876
Total do ativo	159 339	153 753	146 093	141 799	138 000	141 386

### **Apêndice III: Peso das diferentes classes de dimensão em 2015**

	<b>I. Calçado</b>	<b>I. Vestuário</b>	<b>Alojamento</b>	<b>Restauração</b>
<b>Micro</b>	50,2%	57,7%	83,4%	91,0%
<b>Pequenas</b>	38,6%	34,1%	12,9%	8,4%
<b>Médias</b>	10,7%	7,9%	3,3%	0,5%
<b>Grandes</b>	0,5%	0,4%	0,4%	0,1%

**Apêndice IV:** Indicadores económico-financeiros gerais do agregado das SNF

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PMP	67	66	66	64	59	54
PMR	59	60	61	59	56	52
PMI	144	144	144	133	117	111
CCC	136	138	139	128	114	109
ROA	2,27%	0,23%	-1,88%	-0,35%	0,30%	1,60%
RCP	4,13%	1,27%	-1,47%	3,52%	6,94%	11,43%
EBITDA/A	5,28%	7,72%	4,89%	5,50%	5,66%	6,94%
Custo dos financiamentos obtidos	3,39%	4,21%	4,46%	4,19%	4,14%	3,85%
Financiamentos obtidos/EBITDA	7,38	5,15	8,22	7,15	6,80	5,31
Autonomia Financeira	20,50%	17,66%	13,36%	11,96%	10,88%	11,41%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VN	892 043	861 161	810 341	800 811	804 565	808 521
EBITDA	72 960	104 982	64 916	71 572	71 980	86 442
FM	94 694	80 250	79 958	93 560	104 499	126 547
NFM	217 176	211 481	194 839	182 363	172 399	164 510
TL	-122 482	-131 231	-114 881	-88 803	-67 900	-37 963
Contas a pagar (Fornecedores)	161 439	154 173	144 652	137 902	135 542	130 530
Financiamento total	538 747	541 058	533 718	512 097	489 709	458 845
Total do ativo	1 382 012	1 359 006	1 326 522	1 301 188	1 271 674	1 245 095